EMISSIONS-STATISTIK

IN

DEUTSCHLAND

INAUGURAL-DISSERTATION

ZUR

ERLANGUNG DER DOKTORWÜRDE

DER STAATSWIRTSCHAFTLICHEN FAKULTÄT DER
KGL. LUDWIG-MAXIMILIANS-UNIVERSITÄT MÜNCHEN

VORGELEGT VON

HERMANN KLEINER

ACAD.
LUGD. BAT.
BIBL.

STUTTGART
DRUCK DER UNION DEUTSCHE VERLAGSGESELLSCHAFT
1914

Angenommen von der staatswirtschaftlichen Fakultät der Universität München

Referent: Prof. Dr. W. LOTZ

Diese Dissertation erscheint gleichzeitig als 131. Stück der „Münchener Volkswirtschaftlichen Studien, herausgegeben von Lujo Brentano und Walther Lotz“ im Verlage der J. G. Cotta'schen Buchhandlung Nachfolger in Stuttgart und Berlin.

Vorwort.

Auf Anregung meines hochverehrten Lehrers, des Herrn Professors Dr. Lotz in München, habe ich die vorliegende Arbeit unternommen. Herr Professor Lotz hat mich in seinem Seminar während der Durchführung mit seinem Rat unterstützt, wofür ich ihm an dieser Stelle meinen Dank ausspreche.

Dem Text ist ein Anhang beigefügt, der sich aus zwei Teilen zusammensetzt. Der eine gibt eine vollständige Übersicht über die jährlichen Emissionsziffern, welche die periodische deutsche Emissionstatistik und die Reichsbank bisher publiziert hat.

Ein zweiter Teil (Tab. VII—IX) soll lediglich als detaillierter Beleg für die zusammengefaßten Zahlen des Textes dienen und dem Leser die Möglichkeit bieten, deren Zustandekommen nachzuprüfen. Von einer vollständigen Publikation aller diesbezüglichen Zahlen habe ich abgesehen und mich auf das mir notwendig Scheinende beschränkt.

Als statistische Hilfsmittel standen mir im großen ganzen nur das Handbuch der Aktiengesellschaften und Salings Börsenjahrbuch zur Verfügung. So vortrefflich diese Werke als Börsenhandbücher sein mögen, so bieten sie doch für statistische Berechnungen keine ausreichende Hilfe. Diese Tatsache bitte ich zu berücksichtigen.

Ulm, im Dezember 1913.

Der Verfasser.

Digitized by the Internet Archive
in 2026

https://archive.org/details/IA41552317_0009

Inhalt.

Seite

Einleitung 1

Entstehung und Vertrieb von Wertpapieren unter statistischem Gesichtspunkt 3

I. Abschnitt.

Die Gewinnung der Zahlen.

A. Die Statistik der inländischen Papiere . . . . . 7—54

1. Zulassungsstatistik

Deutscher Ökonomist 7

Börsenenquete 1892 20

Kaiserliches Statistisches Amt 21

Prüfung der Zahlen der Vierteljahrshefte. — Ist der Ökonomist vollständig? 24

Zulassung und Emission. — Die Schätzungen der Reichsbank in der Bankenquete 1908. — Vierteljahrshefte. — Deutscher Ökonomist 29

2. Placierungsstatistik

Frankfurter Zeitung 44

3. Ausgabestatistik

Die Berechnungen der Frankfurter Zeitung aus dem Effektenstempel 48

B. Die Statistik der ausländischen Effekten . . . . 54—62

Allgemeines 54

Kaiserliches Statistisches Amt 57

Ökonomist. — Frankfurter Zeitung 58

Stempelstatistik 59

C. Wie beeinflußt die Zähltechnik die Resultate? . 62—80

Zulassung und Effektenausgabe. — Methode der Bankenquete 62

Zulassung und Placierung. — Prüfung der Vollständigkeit der Frankfurter Zeitung 69

Die Differenzen zwischen Ökonomist und Frankfurter Zeitung bei Zusammenfassung einer größeren Reihe von Jahren . . 75

D. Die Tilgungen . . . . . 80—84

II. Abschnitt.

Die Verwertung der Zahlen.

Seite

E. Wie die Zahlen gedeutet werden. — Eberstadt, Bankenquete, Biermer 85

F. Was läßt sich aus den Zahlen schließen und wie sind die statistischen Methoden zu beurteilen? — Zusammenfassung 91

G. Anhang. Tabellen I—IX 119
Antrag Roesicke-Hahn vom 9. März 1914 187

Literatur über Emissionsstatistik.

Der Deutsche Ökonomist. Seit 7. Juli 1883 halbjährliche Publikationen im Januar und Juli. Über die Methode orientiert am besten Nr. 1411 vom 15. Januar 1910, Nr. 1463 vom 14. Januar 1911.

Frankfurter Zeitung, Handelsblatt. Halbjährliche Publikationen seit 10. Juli 1896; seit 1909 ergänzt durch Berechnungen aus dem Effektenemissionsstempel; erste diesbezügliche Publikation Abendblatt 2. Juni 1909; von 1910 ab regelmäßig Ende Januar, Anfang Februar. Über die Methode siehe Abendblatt 7. Juli 1910, 1. Morgenblatt 8. Januar 1911.

Walther Lotz, Die Technik des deutschen Emissionsgeschäfts; erweiterter Sonderabdruck aus Schmollers Jahrbuch XIV, Heft 2. Leipzig 1890. S. 58/59, 81 ff.

Gustav Schmoller, Einleitung zu den statistischen Anlagen der Börsenenquetekommission. Berlin 1893.

Walther Lotz, Artikel „Emissionsgeschäft" im Handwörterbuch der Staatswissenschaften. 2. u. 3. Auflage.

Dr. Anton Arnold, Kaiserl. Bankdirektor, Berlin, „Die Emissionsstatistik" in der Ehrengabe für Georg von Mayr, „Die Statistik in Deutschland nach ihrem heutigen Stand". München-Berlin 1911. Bd. II S. 492 ff.

Martin Marx, Die Emissionsstatistik in Deutschland und einigen ausländischen Staaten. Freiburger Dissertation 1913. Abgedruckt in Schmollers Jahrbuch Heft IV, 1913.

Dr. Rießer, Die deutschen Großbanken und ihre Konzentration. Jena 1912, 4. Auflage. Unter den statistischen Beilagen ist eine bis auf 1883 zurückgeführte Statistik enthalten über die von den sechs Berliner Großbanken emittierten Wertpapiere, soweit sie an der Berliner Börse zum Handel zugelassen wurden; ferner die von 1897—1910 von den sechs Berliner Großbanken an die deutschen Börsen überhaupt gebrachten Papiere.

Einleitung.

Auf dem Kapitalmarkt stehen dem Angebot an langfristigem Kredit zwei große Gruppen der Nachfrage gegenüber, innerhalb deren sich die Deckung des Kapitalbedarfs auf ganz verschiedene Weise vollzieht. Die kleineren Betriebe suchen sich einen kapitalkräftigen Geldgeber, von dem ihnen die benötigte Summe zur Verfügung gestellt wird. Während der Dauer des Kreditbedarfs trägt dieser das ganze Risiko des Kredits allein.

Anders, wenn die großen Wirtschaftskörper an den Kapitalmarkt herantreten. Ihr Bedarf übersteigt die Kraft eines einzelnen Kapitalisten oder Bankinstituts; soweit sie vorhanden ist, pflegen die Banken ihre Mittel in solchem Umfange nicht dauernd an einem Punkte festzulegen. So wenden sich die Großbetriebe bei der Beschaffung ihres Kredits an die finanzielle Beihilfe weiter Bevölkerungskreise, eine Verteilung der Leistung und des Risikos und zugleich eine Verbilligung und unbeschränktere Dauer des Kredits anstrebend durch Ausgabe von Wertpapieren. Die Papiere lauten auf kleine Beträge, von 10000 M. herab bis zu 100 M., und sind auf den Inhaber gestellt, also ohne jede Formalität übertragbar. Durch Einführung der Effekten an einer Börse wird zumeist ein Markt für sie geschaffen, der die jeweilige Verkäuflichkeit zu einem amtlich festgesetzten Kurse sichert.

Notwendig ist damit eines verknüpft: während sich die Kreditaufnahme des kleinen Mannes im Privatkontor des Bankiers abspielt und von diesem als Geschäftsgeheimnis behandelt wird, beginnt bei Staat und Großindustrie die Deckung des Kapitalbedarfs mit einem Appell an die Öffentlichkeit. Die Höhe der geforderten Kredite wird bekannt, und diese Tatsache haben sich die Wirtschaftsstatistiker in den letzten Jahr-

zehnten zunutze gemacht. Eine statistische Zusammenfassung der in einem Lande in bestimmten Zeiträumen ausgegebenen Wertpapiere verspricht einen Einblick in die Sparkraft des Volks, in die Verteilung der Kapitalien auf die verschiedenen Zweige der Industrie und öffentlichen Verwaltung und durch Vergleichung der Jahressummen untereinander in den großen Gang der Volkswirtschaft, in den Verlauf der Konjunktur.

Wollen wir uns gegenwärtig in Deutschland über die Menge der jährlich ausgegebenen Wertpapiere unterrichten, so stehen uns als regelmäßige Publikationen zur Verfügung die Zahlen des „Deutschen Ökonomist", der „Frankfurter Zeitung" und des Kaiserlichen Statistischen Amts. Greifen wir ein Jahr heraus, um sie zu vergleichen. Es wurden im Jahre 1908 Wertpapiere emittiert:

a)	nach der Emissionsstatistik der Frankfurter Zeitung	3090 Mill. nominal, in- u. ausländische Papiere zusammen;
b)	nach den Berechnungen der Frankfurter Zeitung aus dem Effektenemissionsstempel	4064 Mill. desgl.;
c)	nach der Emissionsstatistik des Deutschen Ökonomist	3462 „ desgl.;
d)	nach der Statistik der Börsenzulassungen im Statistischen Jahrbuch für das Deutsche Reich	3525 Mill. inländ. Werte 746 „ ausländ. „

Der Vergleich zeigt uns, daß die Statistiken untereinander stark differieren. Am nächsten kommen sich die des Ökonomist und der Frankfurter Zeitung, wogegen der Unterschied der letzteren gegenüber den Berechnungen aus dem Emissionsstempel und der Börsenzulassungsstatistik des Kaiserlichen Statistischen Amts mehr als eine Milliarde beträgt. Und so sind mehr oder weniger große Differenzen in allen Jahren vorhanden, wie ein Blick in die Tabellen zeigt. Welche Statistik ist nun die richtige? Um diese Frage beantworten zu können, untersuchen wir zunächst, wie eine Emission vor sich geht, wie im Verlauf derselben der Statistiker seine Zahlen ermittelt und welche Ergebnisse die bisher über die Frage der Emissionsstatistik angestellten Untersuchungen gezeitigt haben.

Entstehung und Vertrieb von Wertpapieren unter statistischem Gesichtspunkt.

Eine Emission geht gewöhnlich so vor sich[1]): Bevor die Effekten die Hand des Ausstellers verlassen, ist die zuständige Steuerbehörde über die Höhe der Ausgabe zu benachrichtigen zwecks Entrichtung des Effektenemissionsstempels. Eine Bank oder ein Konsortium von Banken übernimmt in den normalen Fällen zu einem festen Preis den ganzen Betrag der zu emittierenden Obligationen und Aktien. Sind die Stücke in den Händen des Übernahmekonsortiums, so ist der Aussteller der Wertpapiere, d. h. der Anleiheschuldner oder die ausgebende Aktiengesellschaft, der Sorge um die Kapitalbeschaffung enthoben. Zumeist wird dem Schuldner der bare Gegenwert der Anleihe auf einen bestimmten Termin zur Verfügung gestellt, und es ist nun die Aufgabe des Übernahmekonsortiums, durch Weiterbegebung der Stücke an seinen Kundenkreis seine Mittel wieder flüssig zu machen. Zu diesem Zwecke sind kleinere Banken zu Unterbeteiligungen aufgefordert worden, oder es ist eine neue Bankgruppe als besondere Organisation für den Absatz der Papiere vorgesehen. Die nächste Aufgabe im Interesse dieses Absatzes ist, die Öffentlichkeit für die Anleihe zu gewinnen. Bei allen großen Emissionen pflegt, teils um die Papiere dem Publikum zu empfehlen, teils als Hilfsmittel bei der Placierung, die Zulassung zu einer oder mehreren deutschen Börsen beantragt zu werden. Der Vorteil ist der größere Markt, die Vermittlung der Umsätze durch die vereidigten Makler und die amtliche Kursnotiz. Für Wertpapiere, deren Zulassung zum Börsenhandel verweigert oder nicht nachgesucht worden ist, darf eine amtliche Feststellung des Preises nicht erfolgen. Geschäfte in solchen Papieren sind von der Benutzung der Börseneinrichtungen und der Vermittlung der vereidigten Makler ausgeschlossen. Soweit sie, ohne deren Vermittlung im freien Verkehr, d. h. im nichtamtlichen Teil der

[1]) Walther Lotz, Die Technik des deutschen Emissionsgeschäfts. Leipzig 1890. — E. Schmalenbach, Die Methoden der Emissionstechnik. Zeitschrift für handelsw. Forschung 1907/08. — F. Leitner, Das Bankgeschäft und seine Technik. 2. Auflage 1913, Abschnitt Emissionsgeschäft. — Rießer, Die deutschen Großbanken und ihre Konzentration. 4 Auflagen. Abschnitt Emissions- usw. Geschäft.

Börse, zustande kommen, darf darüber kein Kurszettel publiziert werden (§ 43 Börs.-Ges.).

Alle Wertpapiere zerfallen daher in zwei große Gruppen: solche, für die der Zulassungsantrag zur Börse gestellt und genehmigt wurde, die an der Börse „lieferbar" sind, und solche, die es nicht sind.

An diese Zulassung zum Handel und zur Notiz an einer deutschen Börse ist seit Erlaß des Börsengesetzes von 1896 in ganz Deutschland eine Bedingung geknüpft: die Einführung eines Papiers an der Börse muß von der hierzu besonders aufgestellten Börsenbehörde, der Zulassungsstelle, genehmigt worden sein; die Genehmigung selbst wird abhängig gemacht von der vorher erfolgten Publikation eines Prospekts, einer Übersicht über alle zur Beurteilung des betreffenden Papiers notwendigen Angaben. Der Zulassungsantrag wird von der Zulassungsstelle im „Reichsanzeiger" und zwei weiteren inländischen Zeitungen veröffentlicht. Der Prospekt braucht nicht im Reichsanzeiger zu stehen, dagegen in den gleichen Zeitungen, in denen der Antrag veröffentlicht worden war. An der Börse selbst wird der Zulassungsantrag und Prospekt durch Aushang bekannt gemacht. Soll also das Papier an einer deutschen Börse eingeführt werden, so hat schon die gesetzliche Voraussetzung, von der dies abhängig gemacht ist, die Prospektpublikation, die unmittelbare Folge, daß die Öffentlichkeit auf die Emission hingewiesen wird.

Damit wird dem Statistiker die Beobachtung des Emissionsmarktes für die zugelassenen Papiere erleichtert, insofern er an der Höhe des Zulassungsantrags bereits einen gewissen Anhaltspunkt bezüglich des geplanten Angebots der betreffenden Effektensorte besitzt, außerdem durch den Prospekt auf das Stattfinden einer Emission aufmerksam gemacht wird. Identisch mit dem Verkauf der Papiere ist aber die Zulassung zum Börsenhandel noch nicht.

Dieser Verkauf kann, ob die Papiere zugelassen sind oder nicht, auf zwei Wegen erfolgen: durch Subskription oder durch freihändige Begebung.

Wenn es gilt, eine Anleihe von besonderer Höhe unterzubringen, wenn es darauf ankommt, eine bestimmte Summe mit einem Schlag zu beschaffen oder etwa eine besondere

Marktlage rasch auszunutzen, wählt man den Weg der Subskription. Der ganze Betrag der Anleihe wird auf einen bestimmten Tag zu einem vorher festgesetzten Kurs zur öffentlichen Zeichnung aufgelegt, zu der die Presse durch Veröffentlichung besonderer Zeichnungsprospekte einlädt. Sollen die Papiere im Anschluß an die Zeichnung an der Börse eingeführt werden, so wird die Aufforderung zur Zeichnung mit dem offiziellen Zulassungsprospekt verbunden. Die Banken legen ihren laufenden Korrespondenzen Offerten bei oder versenden besondere Zirkulare. Zum festgesetzten Termin werden die Zeichnungslisten geschlossen und die Stücke zugeteilt. Bei der Abnahme der Papiere durch die Zeichner muß entweder sofort der bare Gegenwert voll eingezahlt werden, oder die Einzahlung erfolgt ratenweise. Zur Feststellung des ersten Börsenkurses muß, soweit die Papiere an die Börse gebracht werden, den amtlichen Maklern ein gewisser Betrag, z. B. 50000 M., zur Verfügung gestellt werden. Die Bedeutung der Einführung ist hier weniger, die Placierung zu vollenden, als für die vorausgehende Zeichnung Stimmung zu machen. Im übrigen hat der Statistiker, ob die Börsenzulassung beantragt wurde oder nicht, bei der Begebung durch Subskription die Gelegenheit, aus den Zeichnungseinladungen Betrag und Kurs des Angebots zu entnehmen. Ähnlich verhält es sich, wenn bestehende Aktiengesellschaften Kapitalerhöhungen vornehmen. Ob die alten Aktien zugelassen sind oder nicht, kommt hier für den Statistiker nicht in Betracht. Der Bezug der jungen Aktien wird den alten Aktionären öffentlich, meist zu einem Vorzugskurs auf einen bestimmten Termin angeboten, so daß auch hier der Statistiker Gelegenheit hat, seine Zahlen zu sammeln.

Anders, wenn es sich um kleinere Summen handelt, wenn eine rasche Beschaffung des Kapitals nicht notwendig ist, oder etwa die Bank die allmählich zu erwartenden Kurssteigerungen selbst auszunutzen gedenkt. Dann werden die Papiere freihändig verkauft; je nachdem die Nachfrage sich geltend macht, wird Stück für Stück hinausgegeben, zum Teil an der Börse, sofern die Einführung bereits stattgefunden, zum Teil an den Bankschaltern unter der Hand oder nach auswärts auf dem Wege der Korrespondenz. Wird die Placierung mit der

Börseneinführung eröffnet, so kann, wie schon erwähnt, der Zulassungsbetrag nicht ohne weiteres als genauer Maßstab für den Verkauf genommen werden. Immerhin hat der Prospektzwang für den Statistiker die Folge, daß er auf die Emission aufmerksam wird. Auch bietet ihm der Zulassungsbetrag eine obere Grenze, über die hinaus jedenfalls Verkäufe nicht vorgenommen werden. So beim freihändigen Verkauf, soweit er mit Börsenzulassung verbunden ist. Verzichtet nun aber der Emittent überhaupt auf den Erwerb der Börsenfähigkeit für seine Effekten, dann ist bei der Placierungsmethode mittels freihändigen Verkaufs, d. h. allmählicher Begebung nur im freien Verkehr der Börse und Verkauf an den Bankschaltern, die Gefahr sehr groß, daß der Statistiker vom Betrag oder gar von der Vornahme der Emission keine Kenntnis erhält.

Wie nun auch die Emission vor sich gehen mag, immer ist sie mit einem gewissen Grad von Öffentlichkeit verbunden, und der Statistiker hat mehrmals Gelegenheit, sich über das Stattfinden zu orientieren. Er kann dann das Papier einstellen in seine Statistik, wenn er die vollzogene Übernahme durch ein Konsortium erfährt, wenn die Papiere zur Zeichnung aufgelegt werden, wenn größere Beträge unter der Hand ins Publikum kommen. Oder aber er hält sich einfach an die vor der Zulassung zur Börse zu veröffentlichenden Prospekte und stellt die Papiere ein, wenn sie an die Börse gebracht werden. Sofern die Steuerbehörde ihre Einnahmen aus dem Effektenemissionsstempel nach den verschiedenen Sätzen getrennt bekannt gibt, läßt sich aus diesen Sätzen die verstempelte und damit die ausgegebene Effektensumme berechnen. Möglicherweise läßt sich auch aus den Bilanzen, zu deren Publikation die Aktiengesellschaften verpflichtet sind, die jährliche Veränderung des Aktienkapitals und des Obligationenschuldkontos und damit die Höhe der Effektenausgabe feststellen.

Da die Zählungsmethode für inländische Papiere bei den einzelnen Statistikern eine ganz verschiedene ist, für die ausländischen dagegen keine großen Unterschiede bestehen, so scheiden wir diese letzteren zunächst aus und behandeln vorerst nur die statistische Erfassung der Inlandswerte.

I. Abschnitt.

Die Gewinnung der Zahlen.

A. Die Statistik der inländischen Papiere.

1. Zulassungsstatistik. Der Deutsche Ökonomist.

Die älteste deutsche Emissionsstatistik ist die des Deutschen Ökonomist[1]). In den achtziger Jahren des vorigen Jahrhunderts gingen alljährlich durch die deutsche Fachpresse Zahlen über die Emissionen aller Länder, die, seit 1871, auf Grund von Zeitungsnotizen, Prospekten und Zeichnungseinladungen zusammengestellt wurden (und noch heute werden) von dem belgischen Moniteur des Intérêts matériels[2]). Die ausgegebenen Effekten werden in die verschiedenen Länder eingereiht nach der Nationalität der Wertpapieraussteller. Wird z. B. eine Anleihe Rußlands aufgelegt in Berlin und Paris, so wird der ganze Betrag eingestellt unter Rußland. Die Statistik gibt die Kapitalnachfrage der einzelnen Nationen wieder. Eine Spalte bildet die Ziffer für Deutschland und diese unterzog der Ökonomist einer Prüfung. Dabei gelangte er zu dem Resultat, daß die Emissionen Deutschlands zu niedrig angegeben sind[3]). Seither macht der Deutsche Ökonomist eine eigene Emissionsstatistik auf nach einem anderen Gesichtspunkt: zunächst erstrecken sich seine Ermittlungen nur auf Deutschland. Unabhängig davon, welcher Nationalität der Schuldner ist, wird eine Anleihe dann in diese Emissionsstatistik eingestellt, wenn und soweit Deutschland das Kapital aufbringt, soweit es Gläubiger wird. Es ist eine Statistik des deutschen Kapitalangebots.

[1]) Die Zahlen des Ökonomist 1883—1913 siehe Tabelle I, Anhang.

[2]) Vgl. Lotz im Handwörterbuch der Staatswissenschaften, 2. und 3. Auflage, Art. Emissionsgeschäft. Statistik.

[3]) Bezüglich der heutigen Zahlen siehe S. 57 Anm. 1.

Zu Anfang der achtziger Jahre war an der Berliner Börse der Prospektzwang eingeführt worden. Der Effektenhandel hatte seinen Mittelpunkt an der Börse. Eine einheitliche Regelung des Börsenwesens auf dem Wege des Reichsgesetzes bestand zwar noch nicht; doch folgten die deutschen Börsen alsbald dem Berliner Vorbild bezüglich des Prospektzwangs nach, und so war es das Gegebene, daß ein privater Statistiker, wie der Deutsche Ökonomist, seinen Beobachtungsposten auf der Börse wählte und an der Hand dieser Prospekte sein statistisches Urmaterial sammelte. Die Statistik, die auf diese Weise zustande kam, war also eine Statistik der zur öffentlichen börsenmäßigen Begebung gelangten Wertpapiere. Waren Effekten nicht zur Börse zugelassen oder war überhaupt keine Zulassung nachgesucht worden, so wurden sie nicht in die Tabellen aufgenommen, gleichgültig, wieviel davon im freien Verkehr und unter der Hand verkauft worden war. Weil aber der Effektenhandel an der Börse zentralisiert war, so konnte der Statistiker damit rechnen, daß auch die erstmalige Effektenausgabe, die Entstehung der Wertpapiere, vorwiegend ein Werk der Börse sei. Somit war aller Wahrscheinlichkeit nach eine Statistik der erstmaligen Zulassung zum Handel an der Börse zugleich eine solche der erstmaligen Ausgabe von Wertpapieren überhaupt.

Die Absicht des Statistikers ging und geht noch heute dahin — denn im wesentlichen hat sich die Methode des Ökonomist bis heute nicht verändert —, alle deutschen Börsen zu berücksichtigen; doch sind nur die Zulassungen der drei großen Börsen Berlin, Frankfurt, Hamburg vollständig erfaßt; die der kleineren Börsen werden eingestellt, soweit sie durch Zeitungsnachrichten zur Kenntnis des Deutschen Ökonomist gelangen. Im übrigen wird jede Anleihe nur einmal berücksichtigt, auch wenn sie zu gleicher Zeit oder im Verlauf der Jahre an mehreren Börsen eingeführt wurde. Es handelt sich also nicht darum, die Summe der Zulassungen festzustellen; vielmehr werden diese nur benutzt zur Kontrolle der Emissionstätigkeit. Ist eine Anleihe einmal mit dem Zulassungsbetrag in die Statistik aufgenommen, so ist sie mit dem höchstmöglichen Betrag, der von dem Papier abgesetzt werden kann, be-

rücksichtigt. Es spielt keine Rolle, ob das Papier sofort in dieser Höhe begeben wird. Auch darf es, wenn es später noch an weiteren Börsen eingeführt wird und dabei etwa früher unverkauft gebliebene Stücke nunmehr zum Verkauf kommen, nicht mehr in die Statistik eingestellt werden. Auf diese Weise soll erreicht werden, daß die Tabellen in ihren Endsummen diejenigen Kapitalbeträge angeben, die infolge der Emissionstätigkeit neu aufgebracht werden konnten: die Statistik wird aufgemacht, um ein Urteil zu gewinnen über die Belastung des Kapitalmarktes.

Um dieses Ziel zu erreichen, müssen nun weiterhin alle die Beträge außer Betracht bleiben, bei welchen lediglich eine Änderung des Stücketextes infolge von Zinskonversion oder Zusammenlegung des Aktienkapitals eine abermalige Genehmigung der amtlichen Notierung notwendig machten. Diese Papiere, die vor Jahren schon placiert wurden, verursachen keine Belastung des Markts, auch wenn der Gläubiger von der angebotenen Rückzahlung der Stücke Gebrauch macht. Zwar ist der Anleiheschuldner gezwungen, für diese Stücke neue Käufer zu suchen und entzieht dem Markte in dieser Höhe Kapital; es wird aber auf der anderen Seite vom bisherigen Gläubiger, der nun für die erhaltenen Barbeträge neue Anlage suchen muß, dem Markte wieder zugeführt. Bei diesen Konversionen usw. hat der Zulassungsbetrag nicht die Bedeutung einer Neuemission.

In folgenden weiteren Fällen weicht der Ökonomist von der Methode, den Zulassungsbetrag als Emission einzustellen, ab:

Für die Jahre 1883—87 bei den Kommunalobligationen. Der Ökonomist hatte sich nicht gleich von Anfang an auf den Prospekt gestützt. Die Publikation desselben vor der Zulassung der Papiere war Anfang der achtziger Jahre überhaupt erst als Zwang statuiert und zum erstenmal in der revidierten Börsenordnung Berlins vom März 1885 kodifiziert worden[1]). Die Kommunalanleihen wurden vielfach nicht bloß durch Subskription am offenen Markt mit gleichzeitiger Ein-

[1]) Börsenenquetekommission, statistische Anlagen S. 212; die hauptsächlichsten Börsen Deutschlands usw. S. 13; Bericht der Kommission S. 47.

führung an der Börse begeben, sondern auch durch Placierung unter der Hand. So suchte der Ökonomist anfänglich eine Ergänzung seiner Emissionsstatistik in einer Zusammenstellung der Privilegien, die den Kommunen bei Kapitalaufnahme durch Effektenemission von der Regierung besonders verliehen werden müssen. Nach 1887 sind, wie bei den übrigen Papieren, nur die an die Börse gebrachten Kommunalobligationen berücksichtigt.

Eine weitere Ausnahme von der Einstellung in die Statistik auf Grund des Prospekts bilden die Fälle, in denen eine Zulassung erfolgen kann ohne Publikation eines Prospekts. Schon vor Erlaß des Börsengesetzes galt dies an der Berliner Börse für die Anleihen des Reichs und der Bundesstaaten. Diese Bestimmung ging in das Börsengesetz über und bildet in der Novelle von 1908 den § 39: „Deutsche Reichs- und Staatsanleihen sind an jeder Börse zum Handel zugelassen." Ferner bestimmt § 40: „Für Schuldverschreibungen, deren Verzinsung und Rückzahlung vom Reich oder einem Bundesstaat gewährleistet ist und für Schuldverschreibungen einer kommunalen Körperschaft, der Kreditanstalt einer solchen Körperschaft, einer kommunalständischen Kreditanstalt oder einer unter staatlicher Aufsicht stehenden Pfandbriefanstalt kann die Landesregierung anordnen, daß es der Einreichung eines Prospekts nicht bedarf."

In diesen Fällen hält sich der Ökonomist an die Zeichnungseinladungen und sonstige auf die Emission bezügliche Bekanntmachungen.

Bevor das Börsengesetz erlassen wurde, kam es auch des öfteren vor, daß die jungen Aktien von Unternehmungen, deren alte Aktien bereits börsengängige Papiere waren, ohne Prospektveröffentlichung für lieferbar erklärt wurden. Auch hier hätte die Prospektpublikation keinen genügenden Anhalt für die Vollständigkeit der Statistik geboten. Die jungen Aktien wurden daher gleich bei ihrer Ausgabe, bei Ausübung des Bezugsrechts durch die Aktionäre, in die Statistik eingestellt. Mit dem Börsengesetz von 1896 trat eine strengere Handhabung des Prospektzwangs ein; auch die jungen Aktien mußten den üblichen Zulassungsantrag mit vorhergehender Prospekt-

veröffentlichung stellen und von 1897 ab kann auch für diese Effektengattung die Börsenzulassung das Merkmal für den Zeitpunkt der Aufnahme in die Emissionsstatistik bilden.

Damit ändert sich für diese Papiere auch die Berechnung des Kurswerts. Neben dem Nominalbetrag pflegt der Ökonomist den für die Frage der Belastung des Markts wichtigeren Realbetrag zu ermitteln. Als Grundlage dient der Kurs, den die Papiere bei der Einführung an der Börse, oder, wenn sie zur Zeichnung aufgelegt werden, bei der vorhergehenden Zeichnung erzielen. In dieser Höhe wurde Kapital aufgebracht; die Nominalbeträge geben, bei den Aktien wenigstens, die Belastung des Marktes oft viel zu nieder an. Da bei den jungen Aktien vor 1896 aus dem erwähnten Grund die Einführung an einer Börse nicht abgewartet wurde, so mußten sie zu dem Kurse eingesetzt werden, zu dem die Aktionäre sie beziehen konnten; er ist zumeist niederer als der spätere Einführungskurs. Nach 1896 wird auch hier der erste Börsenkurs eingesetzt.

Eine besondere Stellung in der Emissionsstatistik nehmen die Pfandbriefe der Hypothekenbanken ein. Diese Papiere pflegen einen großen Teil der Gesamtemission auszumachen und bei der Ermittlung der Pfandbriefausgabe stützt sich noch heute der Ökonomist nicht auf den Prospekt. Bei den Hypothekenbanken ist die Pfandbriefausgabe an das Vorhandensein einer entsprechenden Hypothekendeckung geknüpft [1]). Der Kapitalbedarf wächst in dem Maße, in welchem die Banken ihre Beleihungen ländlichen oder städtischen Grundes auszudehnen vermögen. Selbst wenn es vorteilhaft und jederzeit möglich wäre, durch Subskription mit einem Schlag den Kapitalbedarf mehrerer Jahre auf Vorrat zu beschaffen, so hindert hieran doch die genannte gesetzliche Bestimmung. Das Emissionsverfahren muß also hier so organisiert sein, daß der Pfandbriefverkauf einerseits nicht über die Höhe der Hypothekendeckung hinausgeht, anderseits aber die Kapitalquelle

[1]) Seit 1900 reichsgesetzliche Vorschrift. Hypothekenbank-Ges. § 6: „Der Gesamtbetrag der im Umlauf befindlichen Pfandbriefe muß in Höhe des Nennwerts jederzeit durch Hypotheken von mindestens gleicher Höhe und mindestens gleichem Zinsbetrag gedeckt sein."

vom Markt her beständig offen gehalten wird, damit nicht umgekehrt die Zahl der möglichen Beleihungen von Grund und Boden eingeschränkt werden muß durch einen Kapitalmangel bei der Bank selbst, durch Stockungen im Verkauf ihrer Obligationen. Diese Anforderungen werden auf folgende Weise erfüllt: ein im Interesse der Pfandbriefgläubiger gesetzlich bestellter Treuhänder kontrolliert die Ausgabe von Pfandbriefen, indem er auf zu emittierende Stücke erst dann seine zur Gültigkeit notwendige Unterschrift setzt, wenn ihm im Hypothekenregister die entsprechende Zahl Eintragungen von der Hypothekenbank nachgewiesen wird. Diese hat nunmehr für die Placierung der Stücke zu sorgen. Abgesehen vom Verkauf an den eigenen Schaltern werden durch die bekannten reichlichen Bonifikationen die Banken und Bankiers in Stadt und Land am Vertrieb der Papiere interessiert. Sie erhalten auf Vorrat ein Lager in diesen Effekten zur Verfügung gestellt und verkaufen die Papiere entsprechend der jeweiligen Nachfrage. Dabei halten sich die Kommissionäre hinsichtlich des Verkaufspreises an die amtliche Kursnotiz. Diese selbst wird von der Hypothekenbank am Börsenplatz durch Interventionskäufe auf einem stabilen Stand erhalten. Dazu ist, obwohl der Vertrieb zumeist nicht durch die Börse vor sich geht, notwendig, daß die Pfandbriefe zur Börse zugelassen sind. Während andere Emittenten, der Natur ihres Kapitalbedarfs entsprechend, eine feste Summe von Effekten zu placieren wünschen und demgemäß die Höhe ihres Börsenzulassungsantrags bezeichnen können, ist die Angabe eines festen Betrags den Hypothekenbanken durch den geschilderten Charakter ihres Geschäfts nicht in dem Grade möglich. Um dennoch ihren Pfandbriefen die börsenmäßige Lieferbarkeit stets zu verleihen, halten sie sich bei der Angabe des Betrags anläßlich des Gesuchs um Börsenzulassung einen gewissen Spielraum offen und beantragen die Zulassung „auf Vorrat", für runde Summen von etwa 5—50 Mill. M.[1]). Ausgegeben aber werden diese

[1]) Seit 1896. Vor Erlaß des Börsengesetzes unterschied man nicht so streng zwischen lieferbaren und nicht lieferbaren Nummern ein und desselben Papiers. Die Bewilligung erfolgte daher nicht auf Vorrat, sondern ohne Angabe des Betrags. Vgl. Einleitung zu den statist. Anlagen der B.E.K. S. XII. Ökonomist vom 24. Juli 1897, Art. Emissionen.

Summen erst im Lauf der Jahre, in Anpassung an eigenen Kapitalbedarf und Nachfrage nach Pfandbriefen. Ändert sich der Zins für Leihkapital, so gehen die Hypothekenbanken zu einem anderen Pfandbrieftypus mit höherem oder niedrigerem Zinsfuß über; sie legen neue Serien auf, für die das Recht zur amtlichen Notiz neuerdings nachgesucht werden muß, gleichgültig, ob der frühere Zulassungsbetrag auch tatsächlich durch Ausverkauf der alten Serie voll ausgenutzt worden ist. Wir sehen, für den Emissionsstatistiker bietet bei dieser Effektengattung die Zulassung keinen Anhaltspunkt für die Emission.

Als Spezialorgan für Hypothekenbankwesen widmet der Ökonomist den Bilanzen dieser Banken eingehende Aufmerksamkeit und stellt sie alljährlich in einer besonderen Statistik zusammen. Eine Spalte dieser Bilanzstatistik bildet der Pfandbriefumlauf, dessen Gesamthöhe jährlich zusammengefaßt und mit dem Gesamtumlauf des Vorjahrs verglichen die Steigerung desselben von Jahr zu Jahr ersehen läßt. Diese Steigerung wird in die Emissionsstatistik als Neuemission eingesetzt. Die Kommunalobligationen, welche die Hypothekenbanken neben ihren Pfandbriefen ausgeben, sind in diesen Summen mit enthalten.

Auch die Landschaften ließen sich für ihre Pfandbriefe bis 1908 die Zulassung auf Vorrat bewilligen. Seit der Börsennovelle braucht dem Börsenvorstand nicht mehr wie früher der Betrag der Serie angegeben zu werden, so daß hier schon aus diesem Grunde die Zulassung für die Emission keine Anhaltspunkte mehr bietet. Für diese Papiere setzt der Ökonomist eine Schätzung der Emission ein, die durch zahlenmäßige Ermittlung des Umlaufs an der Hand der Geschäftsberichte von Zeit zu Zeit kontrolliert wird.

Die Zählung der Emissionen nach den Bilanzen bietet einige Schwierigkeiten. Es läßt sich aus dem Geschilderten leicht verstehen, daß die Hypothekenbanken beständig einen Vorrat an eigenen Pfandbriefen bereithalten müssen: die Kommissionslager bei den Banken und Bankiers, die Stücke für den eigenen Bedarf und aus Interventionskäufen. Diese Pfandbriefe können auf zweierlei Weise verbucht werden. Entweder sie gelten als Umlauf. Dann werden sie unter den Passivis dem Pfandbriefumlauf zugeschrieben und stehen unter den Aktiven,

nach gesetzlicher Vorschrift gesondert ausgewiesen, unter dem Posten „Effektenbesitz“ der Bank. Oder sie werden überhaupt nicht zum Umlauf gerechnet und sind dann weder auf der Passivseite im Obligationenkonto noch unter Aktiva aufgeführt.

In der Praxis kommen beide Buchungsarten vor; von 40 Hypothekenbanken rechnen 18 die eigenen Pfandbriefe nicht zum Umlauf[1]). Da für den Emissionsstatistiker die im Besitz der Bank befindlichen Pfandbriefe nicht als Umlauf gelten können, so müßte eigentlich bei den übrigen 22 Banken der Bestand an eigenen Pfandbriefen in Abzug gebracht werden. Er schwankt bei diesen 22 Banken im Jahre 1908 zwischen 10 000 und 5,6 Mill. M., bei einer einzelnen Bank, wie z. B. der Bayerischen Hypotheken- und Wechselbank, in 10 Jahren zwischen 2 und 12 Mill., und macht 1908 bei den 22 Banken zusammen aus rund 30 Mill. M.; die letzten Jahre vorher 43, dann 59, 62, 34, 33 Mill. Ökonomist und Frankfurter Zeitung stellen als Emission die Umlaufssteigerung, wie sie sich aus den Passiven der Bilanzen unmittelbar ablesen läßt, ohne Abzug der eigenen Pfandbriefe ein; sie sind nämlich zum Teil nur mit dem Kurswert ausgewiesen. Zur Beurteilung, wieviel dies ausmacht gegenüber einer Berechnung abzüglich der eigenen Obligationen, stelle ich aus der Bilanzstatistik einige Jahre nebeneinander.

Der Ökonomist gibt die Steigerung des Umlaufs an nominal:

1905	mit	509	Mill. M.
1906	„	360	„ „
1907	„	276	„ „
1908	„	556	„ „

Die Umlaufssteigerung beträgt abzüglich eigener Pfandbriefe (Kurswert):

1905	482	Mill. M.
1906	362	„ „
1907	293	„ „
1908	570	„ „

Die landschaftlichen Pfandbriefe schätzt der Ökonomist und kontrolliert sie von Zeit zu Zeit nach den Geschäfts-

[1]) Vgl. die Bilanzstatistik des Deutschen Ökonomist Nr. 1394 vom 18. September 1909. S. 574.

berichten. Sie werden in der Rubrik „Hypothekenpfandbriefe“ zusammen mit diesen aufgeführt. Entnimmt man der Hypothekenbankstatistik des Ökonomist den Umlauf der Hypothekenobligationen und bringt ihn bei der Rubrik „Pfandbriefe“ der Emissionsstatistik in Abzug, dann verbleiben in den Jahren 1901—1909 für landschaftliche Pfandbriefe beim Ökonomist folgende Zahlen:

1901	0 Mill. M.	1906	45 Mill. M.
1902	100 „ „	1907	50 „ „
1903	100 „ „	1908	200 „ „
1904	45 „ „	1909	80 „ „
1905	60 „ „		

In den gleichen Jahren berechnet sich die Steigerung nach Schulte[1]) auf:

77 Mill. M.	91 Mill. M.
104 „ „	65 „ „
111 „ „	54 „ „
96 „ „	93 „ „
80 „ „	

Man sieht: bis auf 1908 sind die Schätzungen des Ökonomist sehr vorsichtig.

Soweit die Emissionsstatistik bei den preußischen Landschaften auf die Geschäftsberichte zurückgreift zur Ermittlung des Umlaufs, entsteht die Frage, wie die Amortisations- und Reservefonds, von denen die ersteren ausschließlich in eigenen Pfandbriefen bestehen, behandelt werden müssen[2]).

---

[1]) Fritz Schulte, Die deutschen Bodenkreditinstitute 1900 bis 1909. Herausgegeben vom Archiv für Bodenkredit der Bayerischen Handelsbank zu München. Leipzig 1911. Schulte führt unter der Rubrik „Genossenschaftliche Bodenkreditinstitute“ die 14 preußischen und sonstige landschaftsähnliche Institute auf. Wie weit der Ökonomist, außer den 14 preußischen Landschaften, die gleichen Anstalten im Auge hat wie Schulte, vermag ich nicht zu beurteilen. In einer diesbezüglichen Tabelle des Ökonomist aus den achtziger Jahren stehen 20, bei Schulte 24 Anstalten; die danach beiden gemeinsamen Institute machen jedenfalls den größten Teil des gesamten Umlaufs aus.

[2]) Zum folgenden vgl. W. von Brünneck, Die Pfandbriefsysteme der preußischen Landschaften. Berlin 1910. S. 121 ff., 182 ff., 246 ff., 334 ff. — Schulte S. 8—9. — Bernhard Brockhage, Einiges zur Statistik der landschaftlichen Pfandbriefe. Schmollers Jahrb. 34. Jahrg. 1910, S. 310.

Wir sehen im folgenden von der juristischen Seite der Frage ab und suchen nur festzustellen, ob vom wirtschaftlichen Standpunkt aus die Bestände der Amortisationsfonds als Umlauf zu betrachten sind.

Während sich bei den Hypothekenbanken die Tilgung der zirkulierenden Obligationen in der Weise vollzieht, daß entsprechend den eingehenden Darlehensamortisationen Pfandbriefe aus dem Verkehr gezogen und vernichtet werden, so daß sie aus der Bilanz verschwinden, gehen die Landschaften anders vor. Die Tilgungsquoten der Schuldner werden, soweit diese nicht schon selbst die Tilgung durch Einsendung von Pfandbriefen vornehmen, zunächst ebenfalls zur Einziehung von Pfandbriefen benutzt. Nun aber werden die Stücke nicht annulliert, vom Umlauf abgeschrieben und das Schuldkonto der beliehenen Güter erkannt, sondern sie werden in einem besonderen Amortisationsfonds angesammelt, der wie ein Effektenbesitz unter die Aktiva der Landschaft eingestellt wird. An diesem Fonds hat jedes Landschaftsmitglied seinen bisherigen Tilgungen entsprechend Anteil und dieser Anteil wird ihm auf einem Tilgungsfondskonto als Guthaben zugeschrieben. Der Tilgungsfonds selbst steht als Verbindlichkeit der Landschaft unter deren Passivis. Erreicht bei einem Schuldner die Summe der bezahlten Tilgungen 10 % seiner Gesamtschuld [1]), so kann er sein Guthaben, d. h. seinen Anteil an den Pfandbriefen des Amortisationsfonds, sofern der Taxwert des Gutes sich nicht verschlechtert hat, wieder herausbekommen. Denken wir uns den Vorgang nach der sonst üblichen Buchungsweise (ohne Amortisationsfonds), so heißt dies einfach, er kann seinen Gesamtkredit, von dem er jetzt 10 % abgezahlt hat, wieder erneuern und bis zur ursprünglichen Höhe in Anspruch nehmen. Will dies der Schuldner nicht, dann verwendet er die angesammelten 10 % Guthaben, um sie sich gegen seine, zunächst immer noch in der alten Höhe verbuchte Schuldsumme aufrechnen zu lassen, und nimmt damit erst endgültig die Tilgung vor. Nur in letzterem Fall werden die Pfandbriefe vernichtet, vom Umlauf und Tilgungsfonds abgeschrieben, entsprechend auch unter den Aktivis der Besitz der Landschaft an eigenen

[1]) Schwankt zwischen 5 bis 20 %.

Pfandbriefen sowie das Darlehenskonto der Mitglieder gekürzt. Zugleich kann der Schuldner jetzt im Hypothekenregister 10% löschen lassen. Wir können also sagen: der Amortisationsfonds geht aus einer Anpassung an die besondere Aufgabe der landschaftlichen Kreditgewährung hervor, die darin besteht, die Landschaftsmitglieder zum Schuldentilgen zu nötigen, ihnen aber daneben stets bis zur Höhe des Taxwertes ihrer Güter die Kapitalaufnahme offen zu halten, auch wenn eine Tilgung bereits eingesetzt und den Betrag der Gesamtschuld verringert hat. Die Bestände des Amortisationsfonds stellen also wirtschaftlich in keiner Weise einen Pfandbriefumlauf dar, ein Kapital, das irgendwo tätig wäre, sondern nur ein rechnerisches Hilfsmittel der Buchhaltung.

Anders sind die „eigentümlichen Fonds" (Reservefonds) der Landschaften aufzufassen. Sie bilden eine Kapitalanlage der Institute selbst und sind beim Umlauf mitzuzählen, auch soweit diese Bestände in eigenen Pfandbriefen bestehen.

Die mangelnde Publizitätspflicht der Landschaften erschwert die Feststellung einer Emissionsziffer. So konnte Schulte den Pfandbriefumlauf nicht angeben abzüglich der Tilgungsfonds, weil die infolge Tilgung aus dem Verkehr gezogenen Obligationen nicht am Gesamtumlauf ab-, sondern dem Amortisationsfonds zugeschrieben werden. Letzterer aber wird nicht von allen Instituten publiziert und kann daher nicht am Gesamtumlauf gekürzt werden. Dies haben wir bei den oben mitgeteilten Zahlen zu beachten.

Abgesehen hiervon ist noch folgendes zur Feststellung des Umlaufs zu bemerken, was Brockhage a. a. O. entgangen ist: ebenso wie die Anlegung des Amortisationsfonds aus den Tilgungsraten nicht die Verringerung des bilanzmäßigen Umlaufs bei dieser Buchungsweise zur Folge hat, ebenso kommt in der Bilanz auch nicht die erneute abermalige Kreditgewährung, entsprechend der Höhe der früher vorgenommenen Tilgung, zur Erscheinung in einer Erhöhung der Umlaufsumme. In beiden Fällen bleibt der ausgewiesene Pfandbriefgesamtumlauf gleich; geändert werden nur die Zahlen des Amortisationsfonds. Ja, es ist denkbar, daß ein und derselbe Pfandbrief, nachdem er einmal im Umlauf der Bilanz steht, mehrere Male die Funktion

übernimmt, die wir in der Emissionsstatistik eben feststellen wollen durch Zählung der einmaligen Ausgabe: die Funktion, Kapital aufzubringen. Wieweit nun die nach erfolgter Tilgung eigentlich zuviel gezählten Summen durch die bei Erneuerung des Kredits aus dem Amortisationsfonds zu wenig gezählten Summen ausgeglichen werden, läßt sich nicht angeben ohne Einsicht in die Bilanzen. Jedenfalls wird klar, daß für den Emissionsstatistiker bei den Landschaften der bilanzmäßige Umlauf allein nicht die genügende Aufklärung geben kann über die aufgebrachten Kapitalien.

Es seien noch einige Zahlen aus Brockhage (S. 311) beigefügt, die aber nur die zuviel gezählten Summen angeben:

Millionen Mark nominal:

Landschaft der Provinz	einschließlich Amort.-Fonds	ausschließlich Amort.-Fonds	Differenz (zuviel gezählt)
Ostpreußen . . .	421	408	13
Schlesien	599	557	42
Pommern	252	235	17

Bei der jährlichen Feststellung des Umlaufs wird sich trotzdem ein viel geringerer Unterschied ergeben. Denn sind diese Fonds einmal zugerechnet zur Vergleichssumme, dann spielen hinsichtlich der Steigerung des gesamten Umlaufs nur noch die Veränderungen des Fonds eine Rolle, nicht mehr ihr Bestand.

In gleicher Weise wie der Ökonomist berechnet auch die Frankfurter Zeitung die Pfandbriefemission; nämlich bei den Hypothekenbanken aus den Bilanzen, bei den Landschaften nach Schätzungen; landschaftliche Pfandbriefe werden aber bei der Frankfurter Zeitung nicht als „Pfandbriefe“ gezählt, sondern unter „Kommunal- und Provinzialanleihen“ eingestellt. Es läßt sich darum hinsichtlich der landschaftlichen Pfandbriefe kein Vergleich zwischen Ökonomist und Frankfurter Zeitung anstellen. Andrerseits ist aus diesem Grund die Rubrik „Pfandbriefe“ des Ökonomist stets höher. Bringt man bei ihm aber die landschaftlichen Pfandbriefe in Abzug, so muß er die gleichen Zahlen ausweisen wie die Frankfurter Zeitung. Dies

ist nicht der Fall für die drei Jahre 1900—1902, die um rund 300 Millionen differieren. Die Erklärung ist die: der Ökonomist gewinnt die Steigerung des Pfandbriefumlaufs aus dem Unterschied der Gesamtumlaufsziffer aller Hypothekenbanken an zwei aufeinanderfolgenden Bilanzterminen. Die Frankfurter Zeitung errechnet das gleiche zunächst für jede einzelne Bank. Erst die hierbei eingetretenen Mehrungen der Pfandbriefkonti ergeben durch Addition die Steigerung bei allen Banken zusammen. Solange die Zahl der Banken sich nicht ändert, führen beide Rechnungen zum richtigen Resultat. Scheidet aber aus irgendeinem Grund eine Bank aus der Statistik aus, so wirkt es bei der Rechnungsmethode des Ökonomist genau so, wie wenn der gesamte Umlauf um das Bestandskonto dieser Bank gesunken wäre.

In unserem Fall hat das folgende Bedeutung. In den genannten Jahren war bei mehreren preußischen Hypothekenbanken eine Sanierung notwendig geworden, in deren Verfolg das Nominalkapital der Pfandbriefe beträchtliche Kürzung erfuhr. Die Deutsche Grundschuldbank war in Konkurs geraten und wurde in der Statistik des Ökonomist nicht mehr aufgeführt; ein anderes Institut wurde, anscheinend weil nicht unter das neuerlassene Hypothekenbankgesetz fallend, ebenfalls ausgeschieden. Das macht in Zahlen aus:

	1900 Mill. M.	1901 Mill. M.	1902 Mill. M.
Preußische Hypotheken-Aktienbank, Minderung des Umlaufs	6	86	8
Pommersche Hypothekenbank . .	9	+ 9	67
Mecklenburg-Strelitzer Hypothekenbank	1	2	2
Dazu kürzt das Ausscheiden der Nat. Hypothekenkreditgesellschaft den Umlauf um	38	—	—
der Deutschen Grundschuldbank um	98	—	—
gibt zusammen	152	79	77
So viel wird die Umlaufssteigerung zu nieder angegeben.			
Diese drei Zahlen zu den Zahlen des Ökonomist addiert	126	210	311
	278	289	388

ergibt mit kleinen Abweichungen, die anders zu erklären sind, die Steigerung, welche die Frankfurter Zeitung herausrechnet. Soweit es sich dabei um eine Herabsetzung des Nominalkapitals der Obligationen handelt, kann man im Zweifel sein, ob sie von der Steigerung des Pfandbriefumlaufs abgezogen werden darf, wie es der Ökonomist macht. Die Frankfurter Zeitung jedenfalls hilft sich so, daß sie diese Banken während der Krisenzeit überhaupt nicht in ihrer Statistik berücksichtigt.

Der Grundgedanke der Emissionsstatistik des Deutschen Ökonomist ist also der: bei aller Öffentlichkeit, mit welcher die Beschaffung von Kapital auf dem Wege der Effektenemission vor sich geht, bleibt es dem privaten Statistiker doch unmöglich, das gesamte Reichsgebiet zu kontrollieren. Er verzichtet darum auf eine vollständige Erfassung aller überhaupt ausgegebenen Papiere und beschränkt sich auf diejenigen, für welche die Zulassung zur Börse nachgesucht und genehmigt worden ist. Soweit dies Pfandbriefe sind, werden sie aus den Bilanzen ermittelt. Je mehr der Effektenhandel an der Börse zentralisiert ist, desto bessere Resultate muß diese Statistik liefern.

Statistik der Börsenenquetekommission.

Auf ähnlicher Grundlage wie die Statistik des Ökonomist ruht die der Börsenenquetekommission des Jahres 1892 [1]). Hier bildete nicht die Prospektpublikation, sondern der Zulassungsantrag selbst, die Börsenregistratur, das Material. Die nachträgliche Verarbeitung dieses Materials zu einer Statistik über die Jahre 1883—1892 konnte nicht mehr den Grad von Vollständigkeit erreichen, der notwendig gewesen wäre, um eine genaue Prüfung der Zahlen des Ökonomist zu ermöglichen. Und außer diesen stand nur noch die Statistik des „Moniteur“ zur Verfügung.

Schmoller, der die vorhandenen Zahlen geprüft hat, suchte darum noch auf einem anderen Weg Anhaltspunkte über die Höhe der Emission zu gewinnen. Er schätzte die jährlichen Ersparnisse Deutschlands für die damalige Zeit (acht-

[1]) Statistische Anlagen zum Bericht der Börsenenquetekommission. Berlin 1893. Einleitung von Schmoller.

ziger Jahre) auf 2—2½ Milliarden; den Teil, der davon in Effekten angelegt wird, auf eine Milliarde. Die Statistik des Ökonomist ergibt damals im Durchschnitt jährlich etwa 200 Millionen mehr: 1,2 Milliarden Effekten. Aber mehr Wertpapiere als Ersparnisse ist ein sehr wahrscheinliches Resultat. Eine Menge Aktien verdankt ihre Entstehung nicht der Finanzierung neuer Betriebe aus den Ersparnissen des laufenden Jahres, sondern der Verwandlung längst bestehender Privatunternehmungen in Aktiengesellschaften. Lotz hat (im Handwörterbuch der Staatswissenschaften unter „Emissionsgeschäft") darauf hingewiesen, daß dieser Erklärung noch eine andere beizufügen ist: infolge der jährlich vorgenommenen Tilgungen von Wertpapieren muß die Emissionssumme ebenfalls höher sein als die Ersparnissumme. Denn die Empfänger der Barbeträge suchen abermals für ihr Kapital Anlage in Effekten. Wir werden noch sehen, welche beträchtliche Summen dies ausmacht.

Das Resultat Schmollers ist: Die Statistik des „Moniteur" [1]) und diejenige auf Grund der Börsenregistratur ist zu nieder. Die Zahlen des Ökonomist sind „mit Vorsicht und Sachkenntnis" aufgemacht. Unentschieden bleibt, ob dem Ökonomist eine vollständige Erfassung der Zulassungen gelingt.

Die Statistik des Kaiserlichen Statistischen Amts.

Waren nun auch damals Zulassungsziffern auf Grund der Akten der Börsenregistratur infolge der weniger strengen Zulassungspraxis zu unvollständig, um ein brauchbares Material abzugeben, so ging doch der Gedanke nicht verloren, die Akten der Behörden, die über die Zulassung eines Papiers zur Börse zu entscheiden haben, statistischen Zwecken dienstbar zu machen, zumal der Erlaß des Börsengesetzes hierzu ganz besonders günstige Bedingungen schuf.

Die Zulassung von Wertpapieren zur amtlichen Notiz war

---

[1]) Über die heutigen Zahlen siehe S. 41 Anm. 1. — Die Ziffern des Moniteur sind publiziert in Schmollers Jahrbuch Heft IV, 1913 von Martin Marx: „Die Emissionsstatistik in Deutschland und einigen ausländischen Staaten."

bis zum Jahre 1896 geregelt in den Börsenordnungen, die sich die Börsen selbst zu geben hatten. Bereits im Laufe der achtziger Jahre war hierbei eine gewisse einheitliche Praxis der verschiedenen Börsenplätze eingetreten und im Jahre 1896 übernahm, im Anschluß an diese Praxis, das Reich die Regelung der Frage durch Erlaß des Börsengesetzes. Von jetzt an gab es an jeder Börse eine besondere Kommission, die Zulassungsstelle (§ 36 Börs.Ges.). Die Entscheidung über ihre Aufgabe und die Voraussetzungen der Zulassung hatte das Börsengesetz dem Bundesrat zugewiesen[1]), und dieser hat unter anderem folgendes darüber bestimmt[2]): Der Antrag auf Zulassung von Wertpapieren zum Börsenhandel ist bei der Zulassungsstelle schriftlich einzureichen; er muß enthalten den Antragsteller, die Art der einzuführenden Wertpapiere und den Betrag[3])[4]).

Bereits während der Vorberatung des Börsengesetzentwurfs im Jahre 1896 hatte die Reichstagskommission folgende Resolution gefaßt[5]): „Den Herrn Reichskanzler zu ersuchen, veranlassen zu wollen, daß im Statistischen Jahrbuch für das Deutsche Reich alljährlich Mitteilungen über die an den einzelnen deutschen Börsen zur Einführung gelangten Wertpapiere mit Bezeichnung der Einführungsfirma, des Einführungskurses sowie des Betrags und der Art dieser Wertpapiere zur Veröffentlichung gelangen." Diese Resolution fand die Zustimmung des Reichstags, und im vierten Vierteljahrsheft zur Statistik

---

[1]) § 42 in der Fassung von 1896, § 44 Novelle 1908.

[2]) Bekanntmachung des Bundesrats Dezember 1896 § 4. R.G.Bl. Nr. 40 S. 763; erneuert 15. Juli 1910 § 5, R.G.Bl. Nr. 41 S. 917.

[3]) Ausnahme hiervon seit 1908 § 40 Abs. 2: Bei Pfandbriefen und gleichartigen Schuldverschreibungen einer kommunalständischen öffentlichen Grundkreditanstalt oder einer unter staatlicher Aufsicht stehenden öffentlichen Pfandbriefanstalt bedarf es der Angabe des Betrags nicht. § 39: Deutsche Reichs- und Staatsanleihen sind an jeder Börse zugelassen. Zum Zweck der Einführung sind dem Börsenvorstand die Merkmale der einzuführenden Wertpapiere mitzuteilen.

[4]) Davon zu unterscheiden die Prospektpublikationspflicht, welche die Grundlage der Statistik des Ökonomist bildet; soweit diese Pflicht nicht besteht, muß der Ökonomist seine Zahlen anderweitig beschaffen: § 39/40.

[5]) Reichstagsber. IX. Leg., IV. Sess. 1895/97, 2. Anlageband Nr. 246 S. 1497.

des Deutschen Reichs von 1898 veröffentlichte das Kaiserliche Statistische Amt die erste Zusammenstellung über die Zulassungen der deutschen Börsen 1897.

Die Grundlage bilden die Akten der Zulassungsstellen, die nach folgender Anleitung[1]) das Erhebungsformular ausfüllen: „Die im Laufe des Jahres zum Börsenhandel zugelassenen Wertpapiere sind in der Reihenfolge einzutragen, die sich nach der Zeit der Zulassung ergibt. Jeder Nummer ist ein Abdruck des veröffentlichten Prospektes beizulegen. Bei der Bezeichnung der zugelassenen Wertpapiere muß deutlich hervorgehen, ob und in welchem Betrag es sich um neue Papiere, um Kapitalerhöhungen oder lediglich um Umwandlungen früherer Papiere (Konversionen) handelt. Bei Papieren, die bereits in einem früheren Jahr an einer anderen Börse zugelassen worden sind, ist dies in der Bemerkungsspalte anzugeben."

Die Zulassungen im einzelnen werden seit 1899 regelmäßig im ersten Vierteljahrsheft veröffentlicht nach Nominalbeträgen, Namen des Papiers und der den Antrag stellenden Bankhäuser, Zeichnungskursen, soweit eine Zeichnung stattfand, und ersten Börsenkursen[2]). Die Zulassungsbeträge sind nach 19, neuerdings 20 Börsenplätzen geordnet; innerhalb der einzelnen Börse nach dem Tag des Zulassungsbeschlusses. Zulassung desselben Papiers an mehreren Börsen, im gleichen oder einem früheren Jahre, werden besonders vermerkt; desgleichen Konversionen und Kapitalzusammenlegungen.

Im Statistischen Jahrbuch, Abschn. VIII, werden diese Zulassungsanträge addiert und die Summen nach zehn Effektengattungen gegliedert, einschließlich der Konversionen usw. Wieviel auf letztere entfällt, wird nur für die Generalsumme angegeben. Bergwerkskuxe, die ja einen Nominalwert nicht haben, werden, nach ihrem ersten Börsenkurs berechnet, dem Nominalbetrag der übrigen Papiere zugeschlagen.

Im Vierteljahrsheft II von 1908 (von 1909 ab jeweils in Heft I) werden die Zulassungen 1897—1907 nach wirtschaftlichen Gesichtspunkten gruppiert, nach Staaten, Provinzen, Industriezweigen usw.

[1]) Bd. 101 der Statistik des Deutschen Reichs.

[2]) Siehe Tab. III Anhang.

Prüfung der Zahlen der Vierteljahrshefte und des Ökonomist.

Nunmehr können wir versuchen, die Frage zu beantworten, die in Schmollers Einleitung unentschieden geblieben war: ob dem Ökonomist eine vollständige Erfassung der Zulassungen gelingt.

Wir vergleichen die Vierteljahrshefte und den Ökonomist nach ihren inländischen Emissionen, abzüglich der Hypothekenobligationen.

Zulassungsziffer Millionen Mark nominal, abzüglich Pfandbriefe, Konversionen usw.

Jahr	Deutscher Ökonomist	Vierteljahrshefte
1897	605	940
1898	1025	1086
1899	1554	1584
1900	1190	1242
1901	1202	1531
1902	1236	1435
1903	829	1037
1904	1073	1684
1905	1240	1382
1906	1754	1985
1907	1550	1694
1908	2466	2663
1909	2227	2357
1910	1478	1722
1911	1329	1835
1912	1966	2597

Die Unterschiede sind zum Teil sehr gering; 1899 z. B. 30 Mill.; zum Teil sehr hoch, z. B. 1904 600 Mill. Eine kleine Differenz wird nicht überraschen. Mehrere hundert Millionen weniger auf seiten des Ökonomist legt die Frage nahe, ob ihm wirklich solche Summen entgehen.

Eine Andeutung, worin diese Differenzen begründet sein könnten, gibt ein Schreiben des früheren Präsidenten des Kaiserlichen Statistischen Amts, van der Borght, an den Ökonomist (Nr. 1361 vom 30. Januar 1909): „. . . Leider geben die dem Kaiserlichen Statistischen Amt eingesandten Verzeichnisse der Börse über die einzelnen Zulassungen vielfach keinen Aufschluß wegen der Natur der Papiere, so daß im Kaiserlichen

Statistischen Amt aus den Prospekten, soweit sie überhaupt den Verzeichnissen beigegeben sind, das für die Zusammenstellung Wesentliche herausgesucht werden muß, was bei der Kürze der für die Aufmachung der Statistik zur Verfügung stehenden Zeit erhebliche Schwierigkeiten macht."

Wieviel dieser Umstand zu den Differenzen zwischen Ökonomist und Vierteljahrsheften beiträgt und wie überhaupt die Reichsstatistik zusammengesetzt ist, ersehen wir aus einer Zusammenstellung der Zulassungsbeträge, die ich für die Jahre 1897 und 1908 versucht habe an der Hand der Publikationen der Vierteljahrshefte.

Wir ziehen wieder die Pfandbriefe der Hypothekenkreditinstitute von der gesamten Zulassungssumme des Ökonomist und der Vierteljahrshefte ab und vergleichen nur den verbleibenden Restbetrag, alles in Millionen Mark nominal.

Gesamtsumme der Zulassungen inländischer Papiere in 1897, abzüglich Konversionen usw. und Pfandbriefe.

Nach dem D. Ökonomist	Nach den Vierteljahrsheften [1])
598	942

Für das Jahr 1897 hat der Ökonomist zum letztenmal die Einzelposten, aus denen seine Sammeltabellen zustande kommen, veröffentlicht. In einer besonderen Tabelle [2]) habe ich sie mit den einzelnen Zulassungsanträgen der Vierteljahrshefte verglichen. Zur Erklärung obiger Differenz läßt sich folgendes feststellen:

---

[1]) Ökonomist insgesamt 1081
Pfandbriefe 483
598

Vierteljahrshefte insgesamt 3789
Pfandbriefe 1509
2280

wovon noch die Konversionen abzuziehen sind. Die Tabelle I Anhang gibt für den Ökonomist nicht 1081, sondern 1088; diese Korrektur wurde vom Ökonomist später vorgenommen. Doch halten wir uns an die Summe, die sich aus den für 1897 publizierten Einzelposten ergibt; diese bilden die Grundlage der folgenden Vergleichung. Die geringe Differenz ändert das Gesamtresultat nicht.

[2]) Nicht publiziert.

An Konversionen, Umwandlung von Aktien, Tausch gegen ältere Papiere sind unter den Zulassungsanträgen der Vierteljahrshefte vorhanden (ohne Pfandbriefe)	1363
Von den Vierteljahrsheften selbst sind davon als solche bezeichnet	1338
zu wenig	25
Schon früher zugelassene deutsche Bankaktien . .	100
Somit ist die Ziffer für Neuzulassungen insgesamt zu hoch um	125
In der Zulassungssumme der Vierteljahrshefte sind ferner enthalten Genußscheine, Kuxe nach Kurswert (vom Ökonomist nicht registriert)	105
zusammen	230
Diesen Betrag müssen wir von der Gesamtzulassungssumme von	942
in Abzug bringen, um diejenige Summe zu erhalten, die eine Bearbeitung der Zulassungsanträge der Vierteljahrshefte nach der Methode des Ökonomist liefert.	
Dann verbleiben als Neuzulassungen	712
So viel müßte der Ökonomist haben, sofern seiner Statistik das Material der Vierteljahrshefte zugrunde liegen würde. Er hat aber nur	598
also weniger	114

Die Differenz kommt so zustande:

	im Ökonomist	in den Vierteljahrsheften
In beiden Statistiken sind enthalten mit gleichen Beträgen	572 Mill. M.	572 Mill. M.
nur im Ökonomist sind aufgeführt .	26 „ „	— „ „
nur in den Vierteljahrsheften . . .	— „ „	140 „ „
	598 Mill. M.	712 Mill. M.

Die 26 Mill., die nur im Ökonomist stehen, setzen sich so zusammen: 2,5 Mill. Bozen-Meraner Stadtanleihe sind vom Ökonomist unter Inland gestellt; bei 10 Mill. Provinzanleihen, 10 Mill. Industrieobligationen läßt sich nicht feststellen, warum sie in den Vierteljahrsheften fehlen (1897 ist das erste Jahr der Durchführung des Börsengesetzes mit seinen schärferen Zulassungsbestimmungen und zugleich das erste Jahr, in dem die Zulassungsstellen eine Statistik abzuliefern hatten). 3 Mill. Aktien sind der Restbetrag einer bereits 1896 in der Gesamthöhe von 6 Mill. beschlossenen Aktienemission, die der Öko-

nomist noch nach seiner alten Praxis gleich beim Bezug durch die Aktionäre einstellt. Die Zulassung dieser Papiere fand erst 1898 statt und ist von den Vierteljahrsheften für dieses Jahr berücksichtigt. 140 Mill. fehlen im Ökonomist. Mehrere kleinere Zulassungen in Berlin, Frankfurt und Hamburg sind darunter; den weitaus größeren Teil, rund 50 kleinere Beträge, bilden Zulassungen an den Börsen von Breslau, Köln, Düsseldorf, Königsberg, Magdeburg, Augsburg, München, Dresden, Leipzig, Mannheim und Bremen. 21 Mill. von den 140 fehlen im Ökonomist nur aus methodischen Gründen in 1897; er hat sie bereits 1896 registriert; Aktien, die 1896 durch die Aktionäre bezogen und vom Ökonomist noch nach seiner früheren Methode gleich bei Ausübung des Bezugrechts erfaßt wurden, und nicht erst bei Zulassung zur Börse.

Die gleiche Untersuchung für 1908: Für dieses Jahr stehen uns die Einzelposten des Ökonomist nicht zur Verfügung. Ich konnte also nach den einzelnen Zulassungsbeträgen nur die Vierteljahrshefte prüfen.

Hält man sich nur an die Addition der Zulassungsanträge, so ist

die Summe der Neuzulassungen, abzüglich Konversionen und Pfandbriefe .	2671 Mill. M.[1])
Beim Ökonomist	2466 „ „
Der Ökonomist hätte also zu wenig	205 Mill. M.

Die nähere Untersuchung der Endsummen der Vierteljahrshefte ergibt, in Millionen Mark:

Die Summe der „Umwandlungen“ ist in den Vierteljahrsheften angegeben mit	350
Darin sind enthalten	20
die keine Konversion im üblichen Sinn darstellen.	

[1]) Vierteljahrsh. I, 1909, S. 181—216. Die Addition des Kaiserl. Statistischen Amts selbst ergibt 3875 Mill. Eine Zulassung ist nur mit dem Namen, nicht mit dem Betrag aufgeführt. Die Summe der Zulassungen nach dem Verzeichnis der Einzelbeträge in den Vierteljahrsheften ergibt . . . . . 3868 Mill. M.

davon sind Umwandlungen laut Vierteljahrsh. . .		350 „ „
Neuzulassung		3518 Mill. M.
abzüglich Pfandbriefe	665	
	182	847 „ „
		2671 Mill. M.

Die Zulassung war für einen Betrag genehmigt worden, dessen Höhe zunächst nicht ausgenutzt wurde. Als der Kapitalbedarf dann eintrat, wurde die Zulassung erneut nachgesucht, da die Stücke mit einem anderen Zinsfuß ausgestattet worden waren. Die Konvertierung fand jedoch statt vor Ausgabe der Stücke. Bleiben als eigentliche Konversionen usw., soweit sie von den Vierteljahrsheften gezählt sind	330
Insgesamt machen jedoch Konversionen usw. aus .	461
bereits früher gezählte Zulassungen sind	6
Genußscheine	2
Zusammen	469 [1])
die wir von der Summe der Zulassungen	3021
abzuziehen haben. Es bleiben	2552
Nunmehr ergibt der Ökonomist mit seinen	2466
nur noch die Differenz von	86

Zu deren Erklärung brauchen wir uns nur daran zu erinnern, warum im Jahre 1897 der Ökonomist ebenfalls weniger Zulassungen aufweist als die Vierteljahrshefte: im wesentlichen, weil er die Zulassungen der kleineren Börsen nicht erfaßt. Berechnen wir, was von der Gesamtzulassungssumme nach dem Verzeichnis der Vierteljahrshefte ausschließlich an diesen kleineren Börsen zur Einführung kam in 1908, so ergeben sich zusammen 96 Mill. (56 Mill. Städte, 40 Mill. Industriepapiere). Es ist also sehr wahrscheinlich, daß wie in 1897 der Ökonomist in 1908 nicht alle Börsenplätze berücksichtigen konnte und so die Differenz von 86 Mill. mit der Zulassungssumme der Vierteljahrshefte entsteht.

Die Untersuchung der beiden Jahre 1897 und 1908 zeigt uns, daß eine Verarbeitung des in den Vierteljahrsheften dargebotenen Materials unter dem Gesichtspunkt: was ist neue Zulassung? eine Summe ergibt, die rund 100 Mill. über dem Ergebnis des Deutschen Ökonomist steht. Zu einer Aufklärung der Differenz zwischen Ökonomist und Frankfurter Zeitung nutzt uns dieses Resultat nichts. Im Gegenteil: im Jahre 1912 z. B., bei dem sich auch in der Statistik der Frankfurter Zeitung inländische und ausländische Papiere trennen lassen, hat der Ökonomist inländische Papiere nominal Millionen Mark

[1]) Siehe Tabelle VII Anhang.

2170, die Frankfurter Zeitung 2010. Die Differenz könnte sich also höchstens noch vermehren nach obigem Resultat.

Zulassung und Emission.

Was wir jetzt wissen, ist nur die Antwort auf die Frage: wie kommt eine Statistik der Zulassungen zustande? mit welchem Grad von Vollständigkeit werden die Börsenzulassungen vom Ökonomist erfaßt?

Nunmehr aber haben wir eine Voraussetzung zu prüfen, die wir bisher stillschweigend gemacht haben und die eigentlich die Hauptfrage für eine Zulassungsstatistik bildet. Wir nahmen bisher an, eine Statistik der Zulassungen sei ohne weiteres auch eine solche der Emissionen. Ist diese Annahme richtig?

Wir unterscheiden im folgenden zwischen Ausgabe der Papiere im Sinn der ersten Ausreichung durch den Anleiheschuldner usw. an ein Konsortium und zwischen Placierung im Publikum. Aus der Methode der Zulassungsstatistik haben wir bereits die Erkenntnis gewonnen, daß sie ein um so besseres Resultat liefern muß, je mehr der Effektenhandel an der Börse sich konzentriert. Die Bedeutung unserer Börsen aber als zentraler Effektenmarkt ist in den letzten 30 Jahren mehr und mehr gesunken. Das Filialnetz der Banken erstreckt sich heute über das ganze Reich, und eine einzige Großbank entzieht der Börse eine Menge Geschäfte, die in früheren Zeiten dort abgeschlossen worden sind, weil die Bank einen ansehnlichen Teil der einlaufenden Kauf- und Verkauforders „in sich“ zu erledigen vermag. Und wie diese Banken im Effektenhandel in vielen Fällen einer Vermittlung der Börse nicht bedürfen, so auch bei der Effektenemission. Die Haftung aus dem Prospekt, der vor der Börseneinführung zu publizieren ist, legt den Banken ein Risiko auf, das sie vermeiden können. Mit den ihnen heute zur Verfügung stehenden Mitteln placieren sie die Effekten unter der Hand an den Bankschaltern, im freien Markt, und wenn die Börsenzulassung beantragt wird, ist bereits der ganze Betrag der Anleihe untergebracht. Dazu kommt, daß bei der heutigen Herrschaft über den Markt die allmähliche Placierung für die Banken selbst

oft vorteilhafter ist gegenüber der Beschaffung der Kapitalien mit einem Schlag auf dem Wege der Subskription. Die Begebung unter der Hand gestattet eine vollkommenere Anpassung an die Konjunktur.

Der Beginn dieser Entwicklung zeigt sich schon Ende der achtziger Jahre. Während hier noch unter den Börsenpapieren die Subskription der normale Weg ins Publikum ist (abgesehen von Pfandbriefen), treten doch schon Klagen der Statistiker auf, daß das System der „Einführungen" bereits früher geschaffener Werte an Stelle der öffentlichen Emission tritt[1]). Bei diesen Einführungen muß der Statistiker damit rechnen, daß es sich entweder gar nicht um eine Placierung eines neuen Papiers handelt, sondern möglicherweise nur um den Erwerb der amtlichen Kursnotiz für schon früher placierte Effekten, oder daß, sofern eine erstmalige Begebung vorliegt, doch der Verkauf in Höhe der Zulassung nicht geplant ist oder nicht gelingt. Immerhin tritt hier das Wertpapier noch in den Beobachtungskreis des Statistikers anläßlich der Publikation des Prospekts. Allmählich geht man dazu über, bei vielen Emissionen nur noch Teilbeträge zur Subskription aufzulegen, den Rest aber freihändig zu placieren. Bei der Subskription sucht man dadurch womöglich eine Überzeichnung herbeizuführen, um durch ein vorteilhaftes Debut des Papiers die Abstoßung des Restbetrags zu günstigen Kursen zu ermöglichen. Zu gleicher Zeit aber mehren sich die Fälle, in denen bei der Begebung der Effekten auf die Beihilfe des amtlichen Teils der Börse verzichtet wird und die Papiere im freien Markt und an den Schaltern der Banken zum allmählichen Verkauf kommen. Dann erscheint überhaupt kein Prospekt und der Statistiker verliert die Übersicht über den Markt. Soweit aber die Börsenzulassung nach erfolgter Emission beantragt wird, hat der Prospekt für den Statistiker nicht mehr die Bedeutung, die er früher hatte: daß er die Begebung einer Anleihe einleitete[2]).

[1]) Moniteur des Intérêts matériels vom 22. Januar 1888, abgedruckt B.E.K. statistische Anlagen S. 201.

[2]) „Die Bank" 1913, S. 209. — Zeitschr. für handelswissenschaftl. Forschung 2. Jahrg. 1907/8, S. 81. Schmalenbach, Emissionstechnik. — Ökonomist 9. Juli 1904. — Frankfurter Zeitung 13. Januar 1904, 5. Januar 1910 Art. Emissionen.

Die Bedeutung der Börse soll damit nicht verkannt, vielmehr nur darauf hingewiesen werden, daß es die Banken verstanden haben, sich so zu organisieren, die Kapitalkraft so zu schalten, daß sie durch die beschränkenden Bestimmungen, die jetzt bei Zulassung eines Papiers zur Börse gemacht werden, nicht behindert und bei der Emission ihrer Effekten von der Hilfe der Börse unabhängig sind.

Den ausgegebenen, aber nicht zugelassenen Papieren reihen sich umgekehrt solche an, die zunächst oder vielleicht überhaupt nicht ausgegeben werden. Bereits bei den Pfandbriefen haben wir diese Zulassung auf Vorrat getroffen; in geringerem Grade kommt sie auch bei anderen festverzinslichen Papieren vor. Die Kapitalbeschaffung durch Effektenemission bedarf bei Staaten der Genehmigung des Parlaments, bei anderen Körperschaften des öffentlichen Rechts der Genehmigung der vorgesetzten Aufsichtsbehörde, bei Aktiengesellschaften der Generalversammlung oder des Aufsichtsrats[1]). Gewöhnlich wird eine solche Genehmigung für einen größeren Betrag eingeholt, für den dann oft auch die Börsenzulassung nachgesucht wird. Die Ausnutzung des Privilegs und der Börsenzulassung bleibt den unmittelbaren Ausführungsorganen überlassen und richtet sich nach Kapitalbedarf und Marktlage. So erklärt sich, daß auch hier Zulassungen vorhanden sind, die über den Betrag des augenblicklich notwendigen Kapitalbedarfs hinausgehen.

Aus diesen Tatsachen wird klar: Zulassung, Ausgabe, Placierung sind heute ganz verschiedene Dinge.

Wie weit äußert sich dies nun in einer Statistik der Zulassungen?

Methodisch ist hervorzuheben, daß des öfteren die Forderung nach Vollständigkeit der Statistik in Konkurrenz tritt mit derjenigen einer richtigen zeitlichen Gruppierung. Benutzt der

---

[1]) Das für Emission von Inhaberobligationen bei Aktiengesellschaften erforderliche staatliche Privileg wird entbehrlich, indem die Papiere an die Order der übernehmenden Bank gestellt und durch Blankoindossement „ohne Gewährleistung“ weitergegeben werden; dadurch ist das Papier rechtlich kein Inhaberpapier, aber tatsächlich gleich einem solchen verwendbar.

Statistiker den Prospekt dazu, aus der Zahl der neu zugelassenen Effekten bloß die neu ausgegebenen zu berücksichtigen, ferner von dem Zulassungsbetrag nur den im Augenblick der Zulassung tatsächlich ausgegebenen oder gar bloß placierten Teil einzustellen, dann entgehen ihm alle Effekten, bei denen die Placierung vor der Zulassung stattfand; anderseits auch die, welche nach erfolgter Börseneinführung in späteren Jahren auf Grund eines noch nicht ausgenutzten Restbetrags der früheren Zulassung an die Börse kommen. Diese methodische Schwierigkeit tritt besonders in den Fällen hervor, in denen zwar die zur Einführung gekommenen Papiere neue Effekten darstellen, aber solche, die gegen ältere, vom Statistiker noch nicht gezählte eingetauscht werden. Vom Standpunkt der Belastung des Markts dürfen diese Effekten nicht aufgenommen werden. Denn sie stellen bloßen Tausch dar. Statistische Vollständigkeit wird aber nur erreicht durch ihre Zählung.

Auch der Unterschied zwischen Übernahme durch Konsortien und definitiver Placierung läßt sich bei einer Statistik auf Grundlage der Zulassung nicht machen. Emissionstechnisch ist dies natürlich von sehr verschiedener Bedeutung. Ein Beispiel, was das in einem einzigen Fall ausmachen kann: die Frankfurter Zeitung bringt am 4. Juni 1913 die Nachricht, daß ein größerer Posten Reichsanleihe und preußische Konsols von einem Konsortium übernommen werden soll. „Dem Konsortium wurde auf den Übernahmekurs von 97 % eine Extravergütung von $^1/_4$ % dafür bewilligt, daß noch große Bestände älterer Anleihen sich in seinem Besitz befinden. Nach unseren Informationen setzen sich die älteren Bestände aus rund 80 Mill. 4%iger Anleihen und 177 Mill. M. 4%iger preußischer Schatzanweisungen zusammen.“ Eine solche dauernde Festlegung ihrer flüssigen Mittel in Wertpapieren suchen die Banken nach Möglichkeit zu vermeiden. Die Rechtfertigung, die der Zulassungsstatistiker versuchen kann, der die Übernahme von der Abstoßung der Effekten nicht unterscheidet, ist die: „Außer den Pfandbriefen sind alle Anleihen und Aktien sofort nach Zulassung zur Börse statistisch als vollendet zu betrachten. Denn die Kapitalaufnahme hat wirklich stattgefunden, auch

wenn das neue Papier nicht sofort vom Publikum aufgenommen wurde. Das Emissionshaus hat das Kapital aufbringen müssen, und es ist gleichgültig, wieviel Zeit es zur Weiterbegebung braucht" (Ökonomist Juli 1899). Die Konsequenz wäre, sofern man diesem Gedanken zustimmt, daß alle Papiere sofort bei ihrer ersten Ausreichung an die Konsortien in die Statistik kommen. Das wird aber von einer Zulassungsstatistik nicht so gehandhabt; sie kann gerade in den Fällen, in denen die Zulassung erst nach vollzogener Placierung beantragt wird, aus Gründen der Vollständigkeit nicht auf die Papiere verzichten. Im übrigen läßt sich gegen obige Auffassung des Ökonomist noch ein anderer Grund geltend machen, auf den wir später zu sprechen kommen werden. Neben diesen die zeitliche Erfassung der Emissionen und die Technik ihrer Placierung anbelangenden Fragen spielt, wie bereits angedeutet, in dem Verhältnis von Zulassung zur Emission noch eine Rolle die Höhe der Zulassungssummen: bei den Papieren, die zugelassen, aber mit einem Teil noch nicht oder überhaupt nicht zur Ausgabe kommen. Die Methode der Zulassungsstatistik bringt hier die Gefahr mit sich, daß für das Beobachtungsjahr die Emissionsziffer zu hohe Beträge ausweist. Dieser Fehler wird sich aber beständig einigermaßen selbst korrigieren. Hat die Statistik aus dem angegebenen Grunde eine zu hohe Ziffer aufgestellt, so entgehen ihr aus dem gleichen Grunde wieder andere Papiere; alle die nämlich, die auf Grund früher genehmigter, aber noch nicht in voller Höhe ausgenutzter Zulassungen an die Börse gebracht oder überhaupt ausgegeben werden. Das ist allerdings mehr eine Wahrscheinlichkeit als Statistik.

Wir versuchen nun, uns darüber zu orientieren, wieviel das alles in Zahlen ausmacht. Dabei müssen wir uns freilich ausschließlich stützen auf die Zulassungsanträge, so daß wir aus den Ermittlungen kein Bild bekommen können über das Verhältnis der Ausgabe aller Effekten überhaupt zur Zeit und Höhe ihrer Placierung und Börsenzulassung.

Mit Hilfe von Salings Börsenjahrbüchern und dem Handbuch der Aktiengesellschaften, da und dort auch auf Grund

von Zeitungsnotizen, habe ich für das Jahr 1908 die einzelnen Zulassungsanträge der 19 deutschen Börsen, wie sie im Vierteljahrsheft I 1909 verzeichnet sind, einer genauen Durchsicht unterzogen. Ich suchte festzustellen, ob, wann und in welchem Betrag von diesen zur Börse angemeldeten Papieren eine Ausgabe, d. h. Übernahme durch Konsortien oder Placierung stattfand, besonders auf welchem Wege sie dem Publikum angeboten wurden: durch Subskription, durch Gewährung von Bezugsrechten, durch freihändigen Verkauf oder Einführung an einer Börse. An eine Vollständigkeit dieser Ermittlungen ist hierbei allerdings nicht zu denken; sie ist nur dem möglich, der Einblick in die Geschäftsbücher der Banken besitzt. Das Interesse des Statistikers und das des Emittenten ist in wichtigen Fällen ein entgegengesetztes. Wenn der Verkauf einer Anleihe in der gewünschten und angekündigten Höhe nicht gelungen ist, dann gerade möchte der Statistiker wissen, wieviel er hiervon als untergebracht in seine Tabellen aufnehmen kann. Der Emittent aber zeigt jetzt eine begreifliche Neigung zur Schweigsamkeit. In dieser Richtung verzichtete ich von vornherein auf statistische Versuche. Immer, wenn ein Emittent zur Anzeige bringt, daß er soundsoviel Papiere anbietet, dann nehme ich an, es ist ihm auch der Verkauf gelungen. Folgendes aber schien mir möglich, festzustellen. Ich unterschied zunächst bei jedem einzelnen Zulassungsantrag: 1. die Summen, für welche die Zulassung genehmigt wurde; 2. welcher Betrag dieser Zulassungssumme nun überhaupt zum Angebot kam. Manchmal wünscht der Anleiheschuldner oder die emittierende Bank gar nicht, sofort in Höhe des zugelassenen Betrags Papiere zu placieren.

Bei dem Versuch, die Höhe des Angebots festzustellen, gliederten sich mir die Papiere in zwei Sorten:

a) in solche, bei denen sich aus der Art des Angebots dessen Höhe entnehmen ließ. Es sind alle die Papiere, die durch Auflegung zur Zeichnung, Übernahme durch die Gründer, Ausübung von Bezugsrechten durch die alten Aktionäre ausgegeben worden sind. Soweit bei freihändigem Verkauf der Erfolg sich aus den Börsenhandbüchern zahlenmäßig feststellen ließ, wurden die Papiere ebenfalls hier ein-

gestellt. Wo lediglich Börseneinführung in 1908 vorliegt, im übrigen aber sich nur die Übernahme durch Konsortien feststellen läßt, habe ich noch eine weitere besondere Gruppe gebildet, weil hier möglicherweise ein Verkauf der Effekten an das Publikum von den Banken überhaupt nicht geplant ist.

b) Die zweite Gruppe bilden die Papiere, die mir im Gegensatz zu ersteren keinen Anhaltspunkt boten bezüglich des Betrags der Ausgabe. Ich kenne nur die Höhe der Börsenzulassung und die Tatsache der Einführung, zwecks Erlangung der amtlichen Notiz. Wieweit ein Verkauf überhaupt beabsichtigt und durchgeführt ist, bleibt ungewiß. Die Prospekte geben in diesen Fällen nur die Tatsache der genehmigten Zulassung an; dazu noch etwa die Bemerkung des Bankhauses: „Die Papiere werden von uns in den Verkehr gebracht."

Somit zerfallen alle zugelassenen Effekten in die drei folgenden Gruppen: 1. Übernahme durch Konsortien; 2. Subskriptionen; Bezugsrechte; Gründungen; freihändiger Verkauf, soweit Zahlen angegeben; 3. Einführungen. Öfter fällt Ausgabe und Zulassung weit auseinander; wir teilen sie in Ausgabe vor 1907, in 1907, in 1908, in 1909.

Zur Berechnung des Realbetrags wurde bei Papieren, von denen nichts bekannt ist, als daß sie 1908 an der Börse eingeführt wurden, der Einführungskurs gewählt. Bei allen anderen aber mußte ich davon ausgehen, daß die erste Ausgabe zumeist nicht an der Börse erfolgt, sondern die Effekten zunächst in die Hand des Konsortiums, der ersten Zeichner, der alten Aktionäre gelangen, zu einem gegenüber dem späteren Börseneinführungskurs noch günstigeren, niedrigeren Preise. Ob diese ersten Erwerber alle den späteren höheren Einführungskurs durch Verkauf ihrer Papiere ausnutzen, bleibt ungewiß. Ich setze hier den ersten Ausgabekurs ein, d. h. Übernahme-, Zeichnungs- oder Bezugskurs. Er besagt: so viel Kapital hat die Emission mindestens gekostet. Danach ergibt sich folgendes (im einzelnen siehe Anhang Tab. VII):

Summe der Zulassungen			3869 Mill. M.
Davon gehen ab:			
bereits früher gezählte . .	6 Mill.		
Genußscheine	2 „		
Konversionen, Abstempelungen bereits früher zugelassener Effekten, Tausch gegen solche	461 „		
Tausch gegen noch nicht zugelassene und von der Zulassungsstatistik noch nicht gezählte Effekten . . .	11 „	zusammen	480 „ „
Verbleiben			3389 Mill. M.

Soviel wurde 1908 nach Abzug der Konversionen usw. neu zur Börse zugelassen. Dabei sind die Pfandbriefe zunächst noch mit ihrer Zulassungsziffer eingesetzt.

Wie verhalten sich diese Neuzulassungen zur Ausgabe der Papiere?

	Millionen Mark[1])			
	Aktien		Obligationen	
	Nominalwert	Kurswert	Nominalwert	Kurswert
Von Konsortien übernommen, ohne daß sich der im Publikum placierte Betrag feststellen läßt. Diese Effekten bestehen (mit Ausnahme von 100 Mill. Schatzanweisungen) nur aus Aktien, bei deren Ausgabe zumeist das Bezugsrecht der Aktionäre ausgeschlossen wurde vor 1907	2	3		
in 1907	6	9		
in 1908	15	20	100	99
Subskriptionen, Bezugsrechte, freihändiger Verkauf laut Börsenhandbuch vor 1907	35	36	2	2
in 1907	67	84	17	17
in 1908	164	208	1715	1699
in 1909	11	11	5	5
Zugelassen und an der Börse eingeführt; Placierungsbetrag unbekannt in 1908	3	4	{218 180	216 180

[1]) Im einzelnen siehe Tabelle VII Anhang.

Es fehlen noch die Grundkreditobligationen; in der amtlichen Zulassungsstatistik aufgeführt (siehe S. 27 Anmerkung) mit 847 Mill. M.

Die Steigerung des Umlaufs entnehme ich Schulte: „Die deutschen Bodenkreditinstitute 1900—1909". Daraus läßt sich die Steigerung errechnen für

landschaftl. Pfandbriefe	54	Mill. M.
„ Kommunalobligationen	45	„ „
Obligationen der staatlichen und provinziellen Kreditinstitute[1])	30	„ „
Obligationen kommunaler Hypothekeninstitute	9	„ „
38 Hypothekenaktienbanken (einschl. Hessische Landeshypothekenbank A.G.):		
Pfandbriefe	489	„ „
Kommunalobligationen	52	„ „
zusammen	679	Mill. M.

Dieser Betrag enthält den Verkauf sowohl der in 1908 als auch schon früher zugelassenen Obligationen.

Es fehlen die Obligationen der Rentenbanken und Landeskulturrentenbanken; ihr Gesamtumlauf beträgt laut Vierteljahrshefte I 1912 S. 102: 476 Mill. am 31. Dezember 1910 = 3 % des Gesamtumlaufs aller Bodenkreditinstitute. Die Vernachlässigung der Obligationenausgabe dieser Banken wird also obiges Resultat nicht wesentlich beeinflussen.

Die Aktien. Vor und in 1907 und in 1908 wurden an Konsortien ausgegeben je 2, 6, 15 Mill. Nominal, 3, 9,20 Kurswert. Das Bezugsrecht der Aktionäre ist hier ausgeschlossen; zum Teil lautet der Bescheid: „zur Begründung von Interessengemeinschaften".

Bezugsrechte, Überlassung an die Gründer. Der Bezug durch die Aktionäre und noch mehr die Übernahme durch die Gründer wird des öfteren nicht als Placierung anzusehen sein.

[1]) Die Rubrik: Staatliche und provinzielle Kreditinstitute ergibt bei Schulte zunächst 125,3 Mill. Davon sind in Abzug zu bringen die von uns zu Hypothekenbanken gezählte Hess. Landeshypothekenbank; ferner die (in Tabelle VII) bereits unter Staats- und Provinzanleihen gezählten Papiere:

Einführung 1908: Staatsanleihen I, 18, 95, 104, 153.
Subskriptionen 1908: desgl. I, 58, 95, 128, 153.
Subskriptionen 1908: Provinzanleihen I, 12, 15, 85, 145.

Der Handel in Bezugsrechten, ferner bei den Aktien einer umgegründeten Gesellschaft der ganze Zweck der Umgründung lassen dies vermuten. Immerhin kann ich hier die Tatsache konstatieren: die Papiere sind nicht bloß zur Börse angemeldet, sondern auch ausgegeben. Einen größeren Teil der vor 1908 ausgegebenen Aktien machen Umgründungen aus. Bei diesen Gesellschaften fällt die Ausgabe der Anteilscheine immer mindestens ein Jahr vor die Börsenzulassung, da nach § 41 Börs. Ges. vor Ablauf eines Jahres nach Eintrag der Gesellschaft in das Handelsregister und vor Publikation der ersten Jahresbilanz die Papiere nicht zur Börse zugelassen werden dürfen. 50 Mill. stellen solche Umgründungen dar; sie verteilen sich auf die Zeit vor und in 1907. Weitere 32 Mill. der zugelassenen Aktien stammen von Gesellschaften, deren Gründung bis in die neunziger Jahre zurückgreift. Es läßt sich nicht feststellen, ob sie aus Privatunternehmungen hervorgingen oder Neugründungen sind. Das Gründungskapital beträgt 12, die bei diesen Gesellschaften bis 1908 erfolgenden Kapitalerhöhungen 20 Mill. Der Hauptteil der Aktienzulassungen besteht also in Kapitalerhöhungen bereits vorhandener Gesellschaften; in runden Zahlen: von 300 Mill. 240. Von den 240 Mill. jungen Aktien der bestehenden Gesellschaften sind 210 bereits mit den alten Aktien an der Börse vertreten.

Die Rubrik: „Einführung mit unbekanntem Absatz" spielt bei Aktien keine Rolle. Sie entstammen entweder Neu- und Umgründungen oder Kapitalerhöhungen. Im ersteren Fall ist die vollzogene Übernahme durch die Gründer schon Voraussetzung für die Rechtsgültigkeit der Gesellschaft und damit auch für die Möglichkeit, zur amtlichen Notiz zugelassen zu werden. Bei den Kapitalerhöhungen läßt sich überall entweder die Übernahme durch Konsortien oder Bezugsangebot an die alten Aktionäre nachweisen, mit Ausnahme von einer Million. Dazu kommen noch 2 Mill., die ursprünglich den Gegenwert für die Sacheinlage (Plantagen) einer französischen Firma bei Gründung einer deutschen Gesellschaft bildeten und 1908 an der Hamburger Börse eingeführt wurden.

Die Obligationen. Die ansehnlichen Bestände an fest verzinslichen Fonds, die dauernd in unseren Bankbilanzen

ausgewiesen werden, lassen vermuten, daß auch bei der Ausgabe von Obligationen gewisse Teile vom Verkauf an das Publikum ausgeschlossen sind. Sie sind im Zulassungsbetrag inbegriffen und eine Zulassungsstatistik gibt in Hinsicht auf diese Summen nicht bloß die im Publikum placierten, sondern auch die im Besitz der Banken befindlichen Obligationen wieder. Doch lassen sich darüber keine zahlenmäßigen Feststellungen für die einzelne Emission machen. Deshalb spielt die Rubrik „an Konsortien übergegangen, ohne Möglichkeit, den Absatz im Publikum zu kontrollieren," bei den Obligationen in meiner Statistik keine Rolle; mit einer Ausnahme, die wohl im Charakter der Papiere begründet ist. 1908 wurden 200 Mill. Reichsschatzanweisungen ausgegeben. Davon wurden 100 Mill. zur Zeichnung aufgelegt. Was von den restlichen 100 Mill. weitergegeben werden konnte oder sollte, läßt sich nicht ermitteln. Der Hauptteil aller Obligationen ist in 1908 auf dem Wege der Subskription placiert worden, soweit ich Subskription gleich Placierung setzen kann. Es sind zusammen 1615 Mill. Bei weiteren 100 Mill. liegt freihändige Begebung vor; es läßt sich der placierte Betrag den Börsenhandbüchern entnehmen. An Obligationen kann also zusammen als untergebracht gelten: 1715 Mill.

Die Ausgabe vor 1908 spielt bei den Obligationen keine Rolle. 2 Mill. kamen zur Ausgabe vor 1907 und 5 nach 1908. Von den 17 in 1907 begebenen fallen 15 auf den 28. Dezember 1907, an welchem Tage die Zeichnung stattfand.

Die letzte Rubrik bilden die Papiere, die in 1908 zugelassen und an der Börse zur Einführung gebracht worden sind, ohne daß sich die Höhe des Absatzes feststellen ließe. Es sind zusammen 398 Mill. Davon lassen sich als in 1908 nicht ausgegeben (weder an Konsortien noch ans Publikum) ermitteln 180 Mill. Verbleiben 218 Mill.; auch deren volle Placierung ist unwahrscheinlich; sie stellen zum Teil die Differenz zwischen Zeichnungs- und Zulassungsbetrag dar.

Schließlich ist noch zu erwähnen, daß die Ermittlungsmethode der Steigerung des Pfandbriefumlaufs zwar exakte Resultate liefert, aber nicht über die Emission von Pfandbriefen. Der Gesamtumlauf, jährlich festgestellt und mit dem

Vorjahr verglichen, liefert die Neuemission abzüglich der Tilgungen, während bei den übrigen Effektensorten diese Tilgungen nicht berücksichtigt sind; daher erscheint die Emissionsziffer der Pfandbriefe vergleichsweise zu niedrig.

Über die Zulassungen im ganzen ergibt sich:

Die gesamte Zulassungssumme nach Abzug von Konversionen usw. (siehe S. 36) . .	3389	Mill. M. nom.
Davon sind Pfandbriefzulassungen . . .	847	„ „ „
Diesen entspricht eine Umlaufssteigerung von	679	„ „ „
in der auch Verkauf aus früheren Zulassungen enthalten, jedoch anderseits die Tilgung abgezogen ist.		
Von den nach Abzug der Pfandbriefe verbleibenden Zulassungen von	2540	„ „ „
sind ausgegeben vor 1908 rund . . .	130	„ „ „
Davon 40 vor, 90 in 1907. Wie weit der Ausgabe auch eine Placierung vor 1908 folgte, ist ungewiß.		

Beim weitaus größten Teil kommt eine Ausgabe in Betracht, die mit dem Zulassungsjahr 1908 zusammenfällt. Setzen wir die Zulassungen zur Ausgabe der Papiere in Beziehung, gleichgültig ob sie zur Placierung führte oder nicht, dann ergibt sich nach Abzug der Konversionen und Pfandbriefe folgendes:

Von den Zulassungen	2540	Mill. M.
lassen sich als sehr wahrscheinlich ausgegeben feststellen (an Konsortien, Subskriptionen, Bezugsrechte, Überlassung an Gründer, freihändig verkauft laut Börsenhandbuch) rund	2140	„ „
Restliche	400	„ „
wurden 1908, ohne daß sie vorher schon ausgegeben worden wären, an der Börse zugelassen und eingeführt. Davon lassen sich	180	„ „
als überhaupt nicht zur Ausgabe gekommen feststellen, während beim Rest von	220	„ „
wahrscheinlich ist, daß auch dieser nicht ganz zur Ausgabe kam.		

Für die Stellung des Zulassungsstatistikers läßt sich daraus entnehmen, sofern wir berücksichtigen, daß von den genannten, als ausgegeben zu betrachtenden 2140 Mill. rund 100 Mill. freihändig begeben, also nachträglich aus dem Bör-

senhandbuch ermittelt sind: von einer Zulassungssumme von 2540 Mill. sind rund 2040 = $^4/_5$ auf einem Wege angeboten worden, der ihre Ausgabe, wenn auch nicht immer ihre Placierung wahrscheinlich macht. Bei $^1/_5$ ist für den Statistiker in 1908 nur sicher, daß für das Papier ein Markt geschaffen, nicht aber, daß die Zulassung auch tatsächlich ausgenutzt wird.

Wir stellen nun die Zahlen so zusammen, daß wir ihre Höhe vergleichen können mit dem Nominal- und Kurswert der Zulassungsstatistik des Deutschen Ökonomist und der statistischen Abteilung der Reichsbank.

	Nominalwert Mill. M.	Kurswert Mill. M.
Wahrscheinlich ausgegeben . . .	2139	2192
Landschaftliche und Hypothekenpfandbriefe, Steigerung des Umlaufs	679	679
Somit wurde von den Zulassungen (3389 Mill.), von der Zeit der Ausgabe und der Frage nach der definitiven Placierung abgesehen, mindestens ausgegeben	2818	2871
Zugelassen und 1908 zur Einführung gebracht, ohne daß sich der ausgegebene Betrag feststellen ließe	221	221
Höchstens ausgegeben	3039 [1])	3092

Danach muß der von der Zulassungssumme des Jahres 1908 [2]) bis Ende des Jahres ausgegebene Betrag liegen zwischen

Nominalwert Mill. M.	Kurswert Mill. M.
2818	2871
und 3039	3092

[1]) Die Übereinstimmung der Zahl des Moniteur für 1908 mit obiger, die aus den Zulassungen abgeleitet ist, dürfte nur zufällig sein. Der Moniteur beschränkt sich nicht auf Börsenzulassungen; er nimmt alles auf, was ihm als Emission bekannt wird. Wie weit damit praktisch der offene Markt erschöpfend erfaßt wird, überhaupt wie weit die Statistik des belgischen Blattes zuverlässig ist, habe ich nicht untersucht. Die Papiere werden nur in drei Gruppen geteilt und die Aktien nicht von den Obligationen getrennt, so daß eine Vergleichung mit den deutschen Statistiken nur summarisch möglich ist. Im übrigen vgl. Martin Marx. Emissionsstatistik usw. Schmollers Jahrbuch 1913, IV. Heft.

[2]) Bei den Bodenkreditobligationen auch früherer Zulassungen.

Während die 3039 Mill. den Maximalbetrag an möglichen Emissionen darstellen und wahrscheinlich in Wirklichkeit noch nicht erreicht werden, sind zur Berechnung des Kurses für die 2818 Mill. Mindestkurse in Ansatz gebracht worden, so daß der Kurswert wohl in Wirklichkeit höher ist.

Der Ökonomist zählt für 1908 an inländischen Papieren

Nominalwert	Kurswert
3222 Mill. M.	3544 Mill. M.

Die statistische Abteilung der Reichsbank nimmt an der Hand der Zulassungsanträge der Vierteljahrshefte ebenfalls Ermittlungen über die Emissionen vor. (Bankenquete 1908/09, S. 253, 261, siehe Anhang Tabelle V.) Sie ergeben:

Nominalwert	Kurswert
3183 Mill. M.	3330 Mill. M.

Ökonomist und Bankenquete geben erheblich zu hohe Beträge.

Bei der Frankfurter Zeitung läßt sich die Rubrik „Staatsanleihen“ und „Pfandbriefe“ nach Inland und Ausland trennen; die übrigen Rubriken aber nicht. Außerdem sind ihre Zahlen pro Jahr nicht genau vergleichbar mit obigen. (Siehe S. 45/47, Methode.)

Die Frankfurter Zeitung führt auf abzüglich ausländischer Staatsanleihen und ausländischer Pfandbriefe:

Nominalwert	Kurswert
2984 Mill. M.	3056 Mill. M.

Zur Erklärung der hohen Zahlen der Reichsbank und des Deutschen Ökonomist ist zu bemerken: 100 Mill. machen mehr aus die landschaftlichen Pfandbriefe. Der Ökonomist hatte sie ursprünglich mit 100 Mill. eingestellt, jedoch später in 200 umgeändert. Aus Schulte (siehe S. 15 Anm. 1) läßt sich für 1908 die Steigerung des Umlaufs der Landschaften (d. h. 24 genossenschaftlicher Bodenkreditinstitute) errechnen; sie ergibt einschließlich Tilgungsfonds 99 Mill. Worin im übrigen die Differenzen ihre Ursachen haben, deutet die Rubrik „Provinzanleihen“ der Reichsbank an. Sie stellt für diese Wertpapiere 174,2 Mill. ein. Dies entspricht genau dem Zulassungsbetrag der Vierteljahrshefte. Darunter sind

50 Mill. M. 4%ige Ostpreußen
50 „ „ 3½%ige „

von denen 1908 laut Saling 7,3 und 5,9 Mill. und auch 1909 noch lange nicht der zugelassene Betrag zur Ausgabe kam.

Die Kurswerte. Bei den Obligationen spielt es keine Rolle für den ausmachenden Betrag, welchen Kurs wir in Ansatz bringen, Subskriptions- oder Einführungskurs. Bei den Aktien dagegen stehen Bezugs- und Einführungskurs oft weit auseinander. Der Statistiker hat hier die Wahl zwischen zwei Möglichkeiten, die beide die Wirklichkeit nicht richtig wiedergeben. Entweder er hält sich an den Börseneinführungskurs. Soweit dann die alten Aktionäre ihre Bezugsrechte nicht verkauft, sondern selbst die jungen Aktien bezogen und behalten haben, steht der Einführungskurswert über dem tatsächlich im Verlauf der Emission aufgebrachten Kapital. Im allgemeinen wird der Einführungskurswert zu hohe Summen angeben. Um dem zu entgehen, ist die andere Möglichkeit die, den Bezugskurs zu verwenden. Voraussetzung ist hier freilich, daß die Papiere nicht erst bei ihrer Börsenzulassung in die Statistik kommen. Der Bezugskurs gibt das mindestens aufgebrachte Kapital an und wird im allgemeinen zu nieder sein.

Der Durchschnittskurswert beträgt für die in 1908 zugelassenen inländischen Aktien

nach meinen Berechnungen	123 %
(Kurs zur Zeit der Ausgabe, nicht der Zulassung; war in mehreren Fällen nicht zu ermitteln, in denen die Aktien dann zu pari eingesetzt wurden)	
bei der Reichsbankstatistik	182 %
beim Ökonomist	205 %
(Börseneinführungskurse).	

Bei der Frankfurter Zeitung lassen sich die ausländischen Aktien nicht ausscheiden; der Durchschnittskurs beträgt hier 131 % (Bezugskurse).

Zusammenfassend können wir sagen: von der Unvollständigkeit der Erfassung der Neuzulassungen beim Ökonomist abgesehen, muß in Anbetracht der heutigen Emissionspraxis jede Statistik, welche die Zulassung zur Börse als Merkmal erwählt, mit folgenden Unvollkommenheiten rechnen: die Zeit der Zulassung braucht mit der Ausgabe und mit der Placierung der Papiere nicht zusammenzufallen; sowohl die erst von Konsortien übernommenen als die schon weiter be-

gebenen, zum Teil aber auch überhaupt noch nicht ausgegebene Stücke enthält eine Zulassungsstatistik nebeneinander. Auf diese Weise wird der Gesamtbetrag der Emissionen zu hoch angegeben; dazu sind die Realbeträge errechnet aus den Börseneinführungskursen, was, besonders bei Aktien, die aufgebrachten Kapitalsummen höher erscheinen läßt als sie in Wirklichkeit sind. Dieses Zuviel wird noch nicht ausgeglichen durch das Fehlen einer Reihe kleinerer Börsenplätze.

2. Placierungsstatistik.

Diesen Mängeln sucht die Frankfurter Zeitung auf zwei Wegen zu begegnen. Fürs erste berechnet sie die Höhe der Effektenausgabe aus der Summe des jährlich gezahlten Effektenemissionsstempels [1]), d. h. die Effekten werden erfaßt in dem Augenblick, in dem sie der Aussteller aus den Händen gibt, bei ihrer ersten Ausgabe und Entstehung.

Daneben macht die Frankfurter Zeitung noch eine Emissionsstatistik [2]) auf, welche im Gegensatz zu ersterer die Effekten erst dann erfaßt, wenn sie an einem Ruhepunkte ihrer Laufbahn angelangt sind, wenn sie als definitiv placiert gelten können. Die Absicht ist hier, ein möglichst getreues Bild der durch die Effektenemissionen herbeigeführten Belastung des Kapitalmarktes zu bekommen. Die Statistik aus den Stempelerträgen ist nicht etwa als Korrektur, sondern als Ergänzung der Emissionsstatistik gedacht. Bei der letzteren ist, wie schon erwähnt, der Zweck, die Belastung des Markts zu ermitteln. Diese tritt, wie hier angenommen wird, dann ein, wenn die Wertpapiere ins Publikum gelangen, nicht aber schon dann, wenn sie von den Banken übernommen werden. Die Schwierigkeit ist die, den Betrag und den Kurs der Placierung festzustellen. Wir haben bereits gesehen, daß heute große Posten Wertpapiere zum Verkauf gebracht werden auf Wegen, die sich der Beobachtung des Statistikers entziehen. Bietet schon die Einführung in den offiziellen Handel der Börse keine Anhaltspunkte über die Höhe der abgesetzten Beträge, so noch

[1]) Siehe Tabelle IV a und b Anhang.
[2]) Siehe Tabelle II Anhang.

weniger der Handel im freien Markt und der Verkauf an den Bankschaltern. Die Börsenzulassung aber ist nicht immer ein geeigneter Ausgangspunkt. Dieser Sachlage paßt sich der Statistiker der Frankfurter Zeitung in der Weise an, daß er auf die Unterscheidung in zugelassene und nicht zugelassene Papiere verzichtet, im übrigen aber jedes Papier mit dem Betrag in seine Statistik einstellt, der der Öffentlichkeit offiziell angeboten worden ist durch Auflegung zur Zeichnung oder durch Ausschreibung der Bezugsrechte. Die Statistik der Frankfurter Zeitung ist nicht gebunden an die Zulassung zur Börse und die hierzu erforderliche Prospektpublikation. Freilich wird diese ein wesentliches Hilfsmittel sein. Daneben wird aber sonstiges Informationsmaterial ausgenutzt, um etwaige Emissionen und den Verkauf von Papieren an die Kapitalisten und Sparer möglichst genau zu ermitteln. Das hat nun seine besonderen Schwierigkeiten bei den nicht öffentlich vorgenommenen Placierungen. Zeit, Betrag und Kurs bleiben dem Außenstehenden verborgen. Während früher die Frankfurter Zeitung auf Einstellung der Börseneinführungen ohne vorhergehende Subskription überhaupt verzichtete, ist sie in neuerer Zeit, wo diese Praxis sich immer mehr ausbreitet, dazu übergegangen, dann Schätzungsziffern einzusetzen, wenn bestimmte Anhaltspunkte über die Höhe der Beträge bekannt werden. Nie aber wird einfach der Zulassungsantrag ohne Prüfung als Emission eingesetzt.

Konversionen, Abstempelungen älterer Papiere werden, da sie keine Belastung des Marktes zu bedeuten haben, nicht eingestellt. Alle Emissionen, die in den Tabellen der Handelszeitung berücksichtigt werden, stellt die Frankfurter Zeitung zusammen in ihrem jährlich erscheinenden Börsenkalender, geordnet nach der Zeit der Ausgabe, in einzelnen Emissionsposten. Es ist aber zu beachten, daß aus den Zahlen des Börsenkalenders nicht ohne weiteres geschlossen werden darf, daß die dort verzeichneten Beträge auch als Emissionsbeträge angesetzt seien. Die Einstellung in den Börsenkalender besagt zunächst nur, daß die Emission berücksichtigt ist in der Tabelle des Handelsblattes. Der Betrag, mit welchem dies geschieht, ist eventuell niederer als der im Börsenkalender

publizierte (briefliche Mitteilung). Soweit die Papiere nicht auf dem Wege der Zeichnung oder des Bezugsangebotes an die Aktionäre untergebracht wurden, so daß der Zeichnungsbetrag und die Höhe der Bezugsrechte die Unterlage für die Statistik bilden, wird eventuell auch durch Umfrage bei den emittierenden Banken festgestellt, was als placiert gelten kann. Es wird des öfteren vorkommen, daß über den Zeichnungsbetrag hinaus noch Placierungen vorgenommen werden, daß „Einführungen" oder Verkäufe unter der Hand und am freien Markt zur Unterbringung größerer Posten führen, oder daß an der Börse Papiere zum Verkauf kommen, die ihre Zulassung von früheren Jahren her noch nicht voll ausgenutzt haben. Ferner, daß Beträge, die zunächst absichtlich oder unabsichtlich im Besitz der Konsortien verblieben sind, abgestoßen werden. Der Statistiker wird auch hier versuchen, den Markt zu kontrollieren; wieweit ihm dies gelingt, vermag ich nicht zu beurteilen. Desgleichen nicht, wieweit der Grundsatz, auch solche Papiere zu registrieren, die nicht an der Börse zugelassen sind, aber als im Publikum verkauft gelten können[1]), vollständig ausführbar ist. Im Jahre 1897 z. B. konnte ich mehrere Fälle feststellen, in denen die Frankfurter Zeitung in ihrem Börsenkalender, im Gegensatz zum Ökonomist, nicht einfach den Zulassungsbetrag eingestellt hat, sondern den niedrigeren, zum Verkauf gebrachten Betrag. In diesen Fällen fand die Begebung der Restsummen einige Jahre später statt, ohne daß natürlich abermals Börsenzulassung erforderlich gewesen wäre. Und diese Posten sind in dem betreffenden Jahre dann auch mit der entsprechenden Restsumme im Börsenkalender vermerkt.

Mag nun durch den hier eingeschlagenen Weg diese oder jene Emission, wenn sie nicht öffentlich vor sich gegangen ist, der Feststellung der Frankfurter Zeitung entgehen, so wird dagegen doch ein Hauptvorteil eingetauscht: die so zusammen-

[1]) Also nicht z. B. einfach jede Gründung oder Umgründung; die Einstellung der Aktien erfolgt nur dann, wenn sie auch dem Publikum angeboten werden z. B. durch Aufforderung zur Zeichnung und nur mit diesem Betrag. Ökonomist Nr. 1463 vom 14. Januar 1911 nimmt irrtümlich an, daß Umgründungen überhaupt nicht berücksichtigt werden.

gebrachten Zahlen können zuverlässig als Emissionen, d. h. als Placierungen gelten. Dadurch aber, daß sich die Frankfurter Zeitung nur an „wirklich greifbare Zifferunterlagen" hält, wird erreicht, daß der Emissionsbetrag angibt, wieviel mindestens als untergebracht anzusehen ist. Dieser Grundsatz, Minimalbeträge von Placierungen aufzustellen, tritt in der statistischen Praxis der Frankfurter Zeitung allmählich immer deutlicher hervor. Nicht von Anfang an scheint dies aber so gehandhabt worden zu sein; z. B. schreibt die Frankfurter Zeitung im Abendblatt vom 6. Januar 1898: „Die zur Abfindung der Bergisch-Märkischen Bank- und der Schlesischen Bankvereinsaktionäre kreierten 50 Mill. M. neue Deutsche Bankaktien sind mit dem vollen Börsenwert aufgeführt." Der Ökonomist schreibt (Nr. 786 vom 8. Januar 1898): „Von der Deutschen Bank sind 50 Mill. neue Aktien gegen Aktien der Bergisch-Märkischen Bank und des Schlesischen Bankvereins in Tausch gegeben worden. Die Deutsche Bank hat aber die Freiheit, die eingetauschten Aktien der Institute sofort wieder zu begeben, und wir können nicht wissen, ob dies nicht ganz oder teilweise geschehen ist." Nach der heutigen Praxis der Frankfurter Zeitung würden in einem solchen Fall die Papiere nicht in die Statistik aufgenommen, wenn sich nicht feststellen ließe, wieviel der umgetauschten Aktien tatsächlich von der Deutschen Bank weiter verkauft worden sind.

Die gleiche Methode wie bei Feststellung der Placierungsbeträge hat die Frankfurter Zeitung auch bei Ermittlung des Placierungskurses. An und für sich wäre es natürlich wünschenswert, diesen genau zu kennen; praktisch aber lassen sich darüber in den wenigsten Fällen genaue Feststellungen machen. Aus diesem Grund wird jeweils derjenige Kurs eingesetzt, der als mindestens bezahlt angenommen werden kann; bei Zeichnungen und Bezugsrechten der meist niedrigere Zeichnungs- und Bezugskurs und nicht der spätere höhere Börseneinführungskurs. Die Verwendung des letzteren verbietet sich des öfteren schon dadurch, daß, sofern Placierung der Papiere vorliegt, die Börseneinführung nicht abgewartet wird bei der Einstellung in die Statistik. Bei jungen Aktien, die von der Frankfurter Zeitung dementsprechend schon beim Bezug durch

die alten Aktionäre erfaßt werden, bringt dies große Unterschiede sowohl in der zeitlichen Erfassung, als in der Berechnung des Realbetrags hervor im Vergleich zur Zulassungsstatistik des Ökonomist.

Die Statistik der Frankfurter Zeitung wurde aufgemacht zum erstenmal für 1896 (10. Juli 1896; 8. Januar 1897). Die Hypothekenpfandbriefe werden, wie wir bereits wissen, ebenfalls einschließlich der von den Hypothekenbanken ausgegebenen Kommunalobligationen ermittelt wie beim Ökonomist aus den Bilanzen. Die Emission von landschaftlichen Pfandbriefen wird geschätzt und unter die Rubrik „Provinzial- und Kommunalobligationen" eingestellt. Wie weit sie berücksichtigt sind, vermag ich nicht zu beurteilen. Alle Papiere sind gegliedert in neun Effektengruppen, nach Nominal- und Kurswert. Die Straßenbahnen sind zur Rubrik „Eisenbahnen" gezählt (vom Ökonomist zu „Industrie"). Für Staatsanleihen und Hypothekenobligationen ist der Anteil des Auslands gesondert angegeben; in den übrigen Rubriken sind ausländische und inländische Effekten in einen Betrag zusammengenommen[1]). Seit 1912 werden auch die übrigen ausländischen Papiere gesondert aufgeführt. Für 1901—1905 sind sie, dem Kurswert nach von den inländischen getrennt, publiziert worden im Abendblatt vom 19. November 1906. Der Zweck dieser Statistik, die Belastung des Kapitalmarkts zu ermitteln, und die Abgrenzung des Markts in der Weise, daß darunter das effektenkaufende Sparerpublikum verstanden wird, diese beiden Tatsachen bringen es mit sich, daß ein Teil der gesamten jährlichen Effektenausgabe von vornherein ausscheiden muß.

3. Ausgabestatistik.

Die Berechnungen der Frankfurter Zeitung aus dem Effektenstempel.

Von der Frage, wie weit hierbei eine statistische Überwachung des Markts gelingt, ganz abgesehen ist nun von Inter-

[1]) Irrtümlich als nur inländische Effekten enthaltend angegeben in „Statistik in Deutschland usw.", Ehrengabe für G. v. Mayr Bd. II S. 492 ff. Desgleichen in „Materialien zur Frage des Depositenwesens, Punkt VI des Fragebogens ‚Emissionsstatistik'" S. 257 unten.

esse, die Effekten neben der Emissionsstatistik noch nach einem anderen Gesichtspunkt zu erfassen: nach dem der vollständigen Zählung aller überhaupt neu ausgegebenen Effekten, ohne Rücksicht darauf, wieweit die so gewonnenen Zahlen zu praktischen Schlüssen verwertbar sind. Dies geschieht durch die Berechnungen aus dem Effektenemissionsstempel, die seit Juli 1909 von der Frankfurter Zeitung aufgestellt werden [1]).

Seit dem Jahre 1881 kostet in Deutschland die Kapitalbeschaffung auf dem Wege der Effektenemission eine besondere Steuer, die bei Ausgabe der Papiere erhoben wird. Der Effektenmarkt kennt heute fast nur Inhaberpapiere. Um nun jeden Inhaber für Unterlassung der Versteuerung strafrechtlich verantwortlich machen zu können, wird dem Papier bei Entrichtung der Abgabe ein Stempel aufgedrückt, und eine andere Erhebungsform durch § 1 des Reichsstempelgesetzes ausgeschlossen [2]). Die Buchungen des Reichsschatzamtes über die Effektenstempeleinnahmen geben also ein vollständiges Bild aller überhaupt steuerpflichtigen Effekten [3]).

Auf die Verwertbarkeit des Emissionsstempels zu statistischen Zwecken war von wissenschaftlicher Seite [4]) sowohl als auch von den bisherigen Bearbeitern der Deutschen Emissionsstatistik, dem Deutschen Ökonomist und der Frankfurter Zeitung [5]) wiederholt hingewiesen worden. Zum Zweck einer statistischen Ausnutzung war vor allem eine Gliederung der Stempeleinnahmen nach den verschiedenen Effektengruppen des Tarifs erforderlich, und auf das Drängen der Frankfurter Zeitung hin wurde im Oktober 1907 zum erstenmal der Emissionsstempelertrag, nach den Tarifpositionen geordnet, im Reichsanzeiger veröffentlicht. Seither erfolgt die Publikation

---

[1]) Siehe Tabelle IV a und b Anhang.

[2]) Kommentar von Dr. Erich Greiff, Berlin 1912, S. 9. Die Verwendung von Stempelmarken zum Aufkleben zurzeit nicht zugelassen laut Ausführungsbestimmungen. — Wäre für statistische Zwecke nicht vorteilhaft, da dann, ähnlich wie beim Wechselstempel, der Verkauf der Marken nicht mit der Ausgabe der Papiere zusammenzufallen brauchte.

[3]) Vgl. Anm. S. 186.

[4]) Vgl. den Artikel von Lotz im Handwörterbuch der Staatsw., 2. Auflage, „Emissionsgeschäft, Statistisches".

[5]) „Effektenstempel und Effekteneinfuhr." Abendblatt 29. Nov. 1906.

monatlich, so daß von 1908 ab der Steuerertrag nach Kalenderjahren zusammengefaßt werden kann. Daneben gelang es der Frankfurter Zeitung, die Stempeleinnahme auch für die Etatsjahre zurück bis 1900/01 zu erhalten, die sie in einem Artikel: „Zur Statistik der Kapitalanlage in Deutschland“ im Abendblatt vom 2. Juli 1909 veröffentlichte. Seither regelmäßige Publikationen Ende Januar, Anfang Februar; seit 1914 eingestellt (siehe S. 186). Außerdem hat die statistische Abteilung der Reichsbank in den „Materialien zur Frage des Depositenwesens Punkt VI usw.“ (Berlin 1910 S. 264) aus den vom Reichsschatzamt mitgeteilten Stempelerträgnissen die versteuerten Effektenbeträge bis zum Etatsjahr 1895/96 zurück errechnet.

In der Tabelle IV sind die Jahre 1895/96 bis 1900/01 nach den Zahlen der Bankenquete aufgeführt. 1901/02 bis 1907/08 und 1908 bis 1912 nach der Frankfurter Zeitung.

Folgende gesetzliche Bestimmungen sind bei der Berechnung der ausgegebenen Effektenbeträge und ihrer Verwertung zu beachten. Von 1894 bis 1913 haben wir fünf Stempelnovellen. Die von 1906 und 1913 ändern an den Steuersätzen nichts. Der Tarif ist:

	Gesetz vom 15. Juli 1909 in Kraft seit 1. August 1909	Gesetz vom 14. Juni 1900 in Kraft seit 1. Juli 1900 Gesetz vom 3. Juni 1906 in Kraft seit 1. Juli 1906	Gesetz vom 24. April 1894 in Kraft seit 1. Mai 1894
1. a) Inländ. Aktien, Reichsbankanteilscheine s. 1900	3 %	2 %	1 %
b) Anteilscheine der deutschen Kolonialgesellschaften usw.	3 %	—	—
2. Inländ. Obligationen, soweit sie nicht unter Nr. 3 fallen (Industrieobligationen) . .	2 %	6 ‰	4 ‰
3. Inländische, auf den Inhaber lautende und auf Grund staatlicher Genehmigung ausgegebene Obligationen der Kommunalverbände, Kommunen und Kommunalkreditanstalten, der Korporationen ländlicher oder städtischer Grundbesitzer, der Grundkredit- und Hypothekenbanken oder der Eisenbahngesellschaften	5 ‰	2 ‰	1 ‰ und 2 ‰

Befreiungen. Befreit sind von der Steuer die Anleihen des Reiches und der Bundesstaaten, wozu auch die Obligationen der ausschließlich für Rechnung dieser verwalteten Anstalten gehören. So sind frei die nach dem Gesetz vom 2. März 1850 und 7. Juli 1891 ausgegebenen Rentenbriefe; desgleichen Schutzgebietanleihen (Ostafrika, Kamerun, Togo). Greiff S. 220. Ferner sind frei: inländische Aktien, die gemeinnützigen Zwecken dienen und nicht mehr als 4% Dividende verteilen. Seit 1906 sind auch, zur Förderung des Kleinbahnverkehrs und damit der Interessen der ländlichen Bevölkerung, die Aktien solcher Gesellschaften von der Steuer ausgenommen, die die Herstellung von inländischen Eisenbahnen unter Beteiligung oder Zinsgarantie des Reichs, eines Bundesstaats, der Provinzen, Gemeinden und Kreise zum Zwecke haben.

Berechnung. Bei allen Papieren sind die Interimsscheine über Einzahlungen auf die definitiven Stücke stempelpflichtig. Bei der Versteuerung der letzteren wird der nachweislich schon auf Interimsscheine bezahlte Betrag in Abzug gebracht. Die Berechnung des Stempels erfolgt vom Nennwert, bei Einzahlung auf Interimsscheine vom eingezahlten Betrag. Inländische Aktien jedoch und Kolonialanteile werden seit 1900 nach dem Ausgabekurs versteuert.

Die Reichsbankanteile sind erst seit 1900 stempelpflichtig. Dies erhöht, da das Gesetz seit 1. Juli in Kraft ist, die Effektenziffer des Etatsjahres 1900/01. In Umlauf sind um diese Zeit 120 Mill. nominal. Von der 1899 beschlossenen Erhöhung um 60 Mill. wurde die Hälfte am 18. Oktober 1900, die andere Hälfte am 3. September 1904 zur Zeichnung aufgelegt. Bezüglich dieser 60 Mill. entspricht also der gezahlten Steuer die Neuausgabe.

Ferner wurden 1906, auf Antrag des Reichstags mit rückwirkender Kraft (§ 6 des Gesetzes von 1906 und 1909), diejenigen Gesellschaften zur Steuer herangezogen, die keine Aktienurkunden ausgaben. Familiengründungen ersparten auf diese Weise bei der Gründung den Effektenausgabestempel. Dadurch entgingen dem Fiskus große Beträge; bei der Fr. Krupp A.G. z. B. machte dies 3,2 Mill. Steuer aus. Der Antrag Müller-Fulda stellte die nicht verbrieften Aktien den verbrieften gleich, so daß das Vorhandensein der Unternehmungsform der Aktiengesellschaft allein, nicht erst die Ausgabe von Urkunden die Stempelpflicht begründet (Greiff S. 26).

Die Berechnung für die am 1. Juli 1906 schon bestehenden Gesellschaften erfolgt nach dem jeweils zur Zeit der Eintragung ins Handelsregister, sei es der Gründung oder der Kapitalserhöhung, geltenden Stempelsatz. Die Heranziehung der schon bestehenden Gesellschaften erklärt die abnorm hohe Stempelziffer des Etatsjahres 1906/07. Doch ist die daraus berechnete Zahl der Emissionen nicht genau (zu nieder), da sich nicht der gesamte, für Aktien ausgewiesene Stempelertrag aus dem gleichen Steuerprozent zusammensetzt.

Wie schon erwähnt, tritt die Stempelpflicht ein sofort bei Ausgabe der Papiere. § 3 besagt: Bevor stempelpflichtige inländische Wertpapiere „zur Zeichnung" aufgelegt werden usw., hat der Emittent der zuständigen Behörde Anzeige zu erstatten. „Auflegen zur Zeichnung" ist (Greiff S. 16) nicht im börsentechnischen Sinn zu verstehen. Das Gesetz verlangt keine öffentliche Aufforderung, keine Subskription. Zum Beispiel ist schon die Übernahme der Aktien durch die Gründer stempelpflichtig. Laut Ausführungsbestimmungen, § 4, setzt die Steuerstelle nach Prüfung der Anmeldung den Abgabebetrag fest und zieht ihn ein. Daraus geht hervor, daß die Abstempelung der Wertpapiere, ihr Erscheinen in der aus dem Stempel berechneten Ausgabestatistik nicht zusammenzufallen braucht mit der Placierung oder Zulassung der Papiere zur Börse, seit 1906 eventuell auch nicht mit der Ausgabe, sofern es sich um Aktiengesellschaften handelt, die keine Aktien ausgegeben haben.

Seit 1906 sind auch Kuxe (Bergwerksanteile) steuerpflichtig, aber pro Stück, so daß sich daraus keine Berechnungen auf den versteuerten Kuxwert machen lassen. Die Zubußen der Gewerkschaften dagegen sind steuerpflichtig mit 1%, werden aber mit dem Stückestempel der Kuxe zusammen in einem Betrag publiziert und sind damit ebenfalls Berechnungen unzugänglich.

Die für uns wichtigste Bestimmung steht im § 5 Abs. 2: Wertpapiere, welche lediglich zum Zweck des Umtausches, d. h. behufs Erneuerung der Urkunde ohne Veränderung des ursprünglichen Rechtsverhältnisses ausgestellt worden sind, bleiben steuerfrei, wenn die getauschten Stücke ordnungsmäßig versteuert sind. Für die Zwecke einer Effektenstatistik hat diese Bestimmung deshalb große Bedeutung, weil dadurch die Fälle von der Stempelpflicht ausgenommen und damit aus einer Stempelstatistik ausgeschaltet sind, die zugleich auch in einer auf Beobachtung der Neuausgabe ausgehenden Statistik fehlen müssen, nämlich alle gegen bereits im Verkehr befindliche, von einer Effektenstatistik eventuell bereits gezählte Papiere getauschten Effekten oder die Konvertierung solcher älterer Stücke. Was heißt: „Zum Zweck des Umtausches, behufs Erneuerung der Urkunde ohne Veränderung des ursprünglichen Rechtsverhältnisses?" Eine solche Veränderung ist nach der Rechtsprechung des Reichsgerichts und der Praxis der Verwaltungsbehörden nicht vorhanden in folgenden Fällen (Greiff S. 21 ff.):

Wenn die Abänderung darin besteht, daß das Rechtsverhältnis nicht erweitert, sondern beschränkt wird, die beschränktere Verpflichtung in der umfassenderen, also grundsätzlich enthalten ist: bei Herabsetzung des Nennbetrags, des Zinsfußes, Aufhebung eines Vorzugsrechts, insbesondere Umwandlung von Vorzugs- in Stammaktien, Erhöhung des Zinsfußes. Voraussetzung ist immer, daß die Ausstellung der neuen Papiere erfolgt zum Zweck des Umtausches ohne Veränderung des ursprünglichen Rechtsverhältnisses.

Eine Abänderung desselben liegt vor: wenn beim Umtausch die Individualität des Ausstellers sich ändert, wenn bei Fusion zweier Aktien-

gesellschaften diejenige, welche das gesamte Vermögen der anderen übernimmt, als Gegenleistung den Aktionären der letzteren nur von ihr selbst ausgegebene Aktien gewährt. Hier werden Aktien zweier verschiedener Rechtspersönlichkeiten umgetauscht. Ferner: wenn anläßlich der Aufnahme einer neuen Anleihe Schuldverschreibungen ausgelost werden, nicht zwecks Ersatz dieser durch die Stücke der neuen Anleihe, sondern damit durch letztere die ältere ganz oder teilweise getilgt werde. Unerheblich ist es, ob den Inhabern der ausgelosten Stücke statt der Barzahlung der Bezug neuer Stücke angeboten wird. Da wir die Zusammensetzung der Stempelziffern im einzelnen nicht kennen, bleibt die Frage offen, ob nicht größere Beträge der aus dem Stempel errechneten Effektenausgabe als Neuemission nicht in Betracht kommen, sondern auf Konto dieser Veränderungen des Rechtsverhältnisses zu setzen sind.

Durch das Reichsstempelgesetz vom 3. Juli 1913 wurde, mit Wirkung vom 1. Oktober 1913 ab, der Stempel auf inländische Aktien ersetzt durch eine Abgabe von Gesellschaftsverträgen (vgl. S. 186 Anm.).

Man vermutet zunächst, daß der aus dem Effektenstempel gewonnene Ausgabebetrag von Aktien übereinstimmt mit der Statistik der Neugründungen und Kapitalerhöhungen. Denn auch solche Gesellschaften zahlen seit 1906 die Emissionssteuer, die keine Scheine drucken lassen. In der Stempelziffer sind die Aktien nach ihrem Ausgabekurs enthalten; desgleichen führen die Vierteljahrshefte die neu ausgegebenen Aktien nach ihrem Ausgabekurs auf. Die Zahlen stimmen aber nicht überein:

Jahr	Aktien nach dem Ausgabekurs	
	Neugründung und Kapitalerhöhung laut Vierteljahrshefte 1912 I S. 90 u. frühere	Nach dem Effektenstempel wurden versteuert
	Mill. M.	Mill. M.
1908	674	790
1909	824	973
1910	993	862
1911	973	927
1912	1186	1213

Daß die Gründungs- usw. Statistik höhere Beträge ausweist als zur Versteuerung kamen, kann ich mir nicht erklären; die Befreiung gemeinnütziger Gesellschaften vom Stempel reicht zur Erklärung nicht aus. Für den umgekehrten Fall, daß die Stempelziffer höher ist, kommt eine Reichsgerichtsentscheidung in Betracht vom 14. Januar 1908, abgedruckt im Bankarchiv 1907/08, S. 172: „Für den Aktienausgabestempel ist nicht der von der Gesellschaft bestimmte Ausgabekurs, sondern der wirkliche innere Wert der Aktien maßgebend, sofern er jenen Kurs übersteigt, wofür namentlich die vom Erwerber zu gewährende Gegen-

leistung einen Anhaltspunkt bieten kann. Dies gilt auch, wenn im Falle der Fusion zweier Aktiengesellschaften die von der aufnehmenden Gesellschaft ausgegebenen jungen Aktien zunächst von einem besonders gebildeten Konsortium erworben werden, welches sie den Aktionären der aufgenommenen Gesellschaft zu überlassen und die dagegen empfangenen Aktien der aufgenommenen Gesellschaft an die aufnehmende abzuliefern hat."

B. Die Statistik der ausländischen Effekten.

Allgemeines.

Wir kennen jetzt die Methode, die bei der Erfassung der inländischen Wertpapiere in den drei periodischen Statistiken angewendet wird. Wir bezeichnen im folgenden jede Methode nach ihrem wesentlichen Merkmal, die des Ökonomist als Zulassungsstatistik, die der Frankfurter Zeitung als Placierungsstatistik und die Berechnungen aus dem Effektenstempel als allgemeine Effektenausgabestatistik; allerdings fehlen bei letzterer die Staatspapiere. Diese Unterscheidung trifft auch auf die Zählungsweise der ausländischen Effekten zu, die wir nunmehr behandeln, hat aber hier andere Bedeutung.

Die Zählung der ausländischen Wertpapiere bietet für den Statistiker ungleich größere Schwierigkeiten. Während die Kapitalanlage in inländischen Effekten sich vollzieht gelegentlich der Emission dieser Papiere, genügt zur zahlenmäßigen Darstellung der Kapitalanlage in Auslandseffekten eine Statistik der Emissionen nicht. Wirtschaftlich wirkt jeder Erwerb ausländischer Wertpapiere durch einen Inländer wie Kapitalausfuhr, ob diese fremden Effekten selbst gelegentlich ihrer Emission erworben werden oder ältere Werte darstellen, weiterhin aber ergibt sich aus dem Ankauf von fremden Effekten — rein quantitativ statistisch betrachtet, ohne Rücksicht auf etwaige Bonitätsunterschiede — dann keine Veränderung des Bestands der deutschen Volkswirtschaft, wenn ihm zu gleicher Zeit ein Verkauf von Effekten nach dem Ausland entspricht. Eine Statistik der ausländischen Kapitalanlage muß aus diesen Gründen nicht bloß die Effektenemission umfassen, sondern auch den Effektenhandel, Einfuhr und Ausfuhr.

Die Emission umfaßt auf diesem Gebiet zweierlei Sorten

von Wertpapieren: solche, die im vollen Betrag der Ausgabe in Deutschland untergebracht werden, deren Aussteller zur Deckung ihres Kapitalbedarfs nur deutsche Käufer heranziehen. Daneben die großen internationalen Anleihen, in deren Finanzierung sich die Kapitalgroßmächte teilen. Bei der Placierung der letzteren Art wird in Deutschland jeweils nur ein Teilbetrag der Anleihe zur Zeichnung aufgelegt; ein anderer Teil etwa in Paris, London, New York. Der Antrag auf Zulassung zu den deutschen Börsen muß aber, nach der gegenwärtigen Praxis unserer Zulassungsstellen, für sämtliche Nummern einer solchen internationalen Anleihe gestellt werden. Diese Maßregel ist in zweierlei Hinsicht von Bedeutung: für die Technik des Effektenhandels und für die Volkswirtschaft. Würden bei einer internationalen Anleihe nur diejenigen Stückenummern an den deutschen Börsen angemeldet und zugelassen, die für den Verkauf in Deutschland vorgesehen sind, so müßte sich der offizielle Börsenhandel auf diese Nummern beschränken; alle übrigen, zunächst im Ausland placierten Stücke wären in Deutschland börsenmäßig nicht lieferbar, ihr Marktgebiet verengt, der Handel erschwert. Aus diesem Grunde verlangen unsere Börsen die Anmeldung des Gesamtbetrags bei internationalen Anleihen. Damit tauschen sie zugleich etwas ein, was von volkswirtschaftlicher Bedeutung ist: an den Börsen des Auslands wird nun ebenfalls für den Gesamtbetrag der Anleihe der amtliche Markt geöffnet; unser eigener Besitz an internationalen Werten erlangt an den ausländischen Börsen Heimatrecht, einen größeren Markt, erhöhte Absatzmöglichkeit.

In Zeiten, in denen ein außergewöhnlicher Kapitalbedarf von Staat, Industrie oder Bankwelt vorhanden ist, zu dessen Deckung der disponible flüssige Vorrat nicht ausreicht, werden inländische Anleihen zu besonders vorteilhaften Bedingungen aufgelegt, um alles Kapital heranzuziehen. Für diesen Fall bildet der deutsche Besitz an Auslandseffekten eine Kapitalreserve. Die ausländischen Papiere werden, wenn sich das Kapital nunmehr der vorteilhafteren inländischen Anlage zuwenden will, auf den ausländischen Markt geworfen, und hier bildet ein Heimatrecht an Auslandsbörsen für die ursprünglich in Deutschland placierten Stücke eine gewisse Garantie für die

Möglichkeit ihres Verkaufs. Im Arbitrageverkehr ist der Besitz von börsenfähigen Auslandswerten ein jederzeit verwendbares Mittel zur Schaffung von Guthaben im Ausland. Bei den diesbezüglichen Anleihen haben wir daher statistisch zu unterscheiden zwischen der für Deutschland bestimmten Zeichnungsquote und dem oft das Mehrfache derselben ausmachenden Zulassungsbetrag, der die ganze Höhe der Anleihe umfaßt.

Neben der Auflegung zur Zeichnung kommen eine Menge Effekten des Auslandes in den inländischen Verkehr durch freihändigen Verkauf, und dieser Teil des Marktes ist es hauptsächlich, der sich einer statistischen Überwachung oft ganz entzieht. Denn hier handelt es sich nicht bloß um die Unterbringung neugeschaffener Werte. Effektenemission, -einfuhr und -ausfuhr zugelassener und nicht zugelassener Papiere kommen in Betracht, und oft entspricht der Kapitalausfuhr keine Effekteneinfuhr, wenn die Papiere in ausländischen Depots verbleiben. Soweit die Termingeschäfte im Ausland abgeschlossen werden (Börsengesetz 1896), ist wohl auch mehr Anlaß zur Anlage eines ausländischen Depots vorhanden, da der Verbleib der Papiere im Ausland den deutschen Stempel erspart. Nach Erhebungen des Zentralverbands des deutschen Bank- und Bankiergewerbes[1]) hatten die Mitglieder der Stempelvereinigung, 18 Berliner Großbanken und Bankhäuser, am 31. Dezember 1902 für eigene und fremde Rechnung in ausländischen Depots liegen rund 600 Mill. M.; desgleichen 149 Provinzbanken und Bankiers rund 450 Mill. M. Abgesehen davon, daß diese Papiere dem deutschen Stempel entgehen, kommen, auch wenn die Effekten importiert werden, nicht an die Öffentlichkeit die laufenden Auslandsaufträge der Banken aus den Kreisen der Kundschaft, die Effektenarbitrage und endlich im freien (nichtamtlichen) Verkehr der Börse die Geschäfte der Remisiers, von denen z. B. an der Frankfurter Börse zehn tätig sind[2]). Wie verhält sich diesen Tatsachen gegenüber der Emissionsstatistiker?

[1]) Denkschrift Dezember 1903; zum Teil wiedergegeben bei Rießer, „Die deutschen Großbanken und ihre Konzentration". 3. Auflage. S. 395.

[2]) Schmalenbach, Zeitschrift für handelsw. Forschung 1909/10, S. 18.

Statistik der Vierteljahrshefte.

Die Vierteljahrshefte zur Statistik des Deutschen Reichs addieren die Summen, für welche die Zulassung nachgesucht wurde.

Ist schon bei den inländischen Papieren die bloße Addition der Zulassungsanträge von zweifelhaftem Wert, so ist sie bei den ausländischen Effekten in ihren oft enormen Beträgen irreführend. Das ist an den maßgebenden Stellen nicht unbekannt. Der frühere Präsident des Kaiserlichen Statistischen Amts, Geh. Oberregierungsrat Dr. van der Borght, schreibt an den Deutschen Ökonomist (30. Januar 1909, Nr. 1361 S. 59): „Die Summe der auf den deutschen Markt gebrachten fremden Papiere genau anzugeben, wird unmöglich bleiben.... Um keine Irreführung zuzulassen, wird dem Vorwort der Zulassungsstatistik in den Vierteljahrsheften eine entsprechende Erklärung beigefügt werden." Gegen die Zusammenstellung der Effekten, die die Zulassung nachsuchen, wird sich nichts einwenden lassen. Die Addition der Anträge, die für ausländische Anleihen gestellt werden, scheint mir aber weder durch obiges Schreiben noch durch die dem Vorwort beigefügte Erklärung (siehe jeweils das erste Vierteljahrsheft „Börsenzulassungen", von 1909 ab) motiviert. Die einzelnen Posten sind keine gleichartigen, weil nur ein Teil der Anträge ausschließlich in Deutschland gestellt wird; die Summe ist nicht wertvoller als es die Einzelbeträge sind. Beides wäre die Voraussetzung einer Addition.

Auf die Gefahr der Addition der Zulassungsanträge ist verschiedentlich von autoritativer Stelle aus hingewiesen worden; so z. B. von Mommsen und Schinckel gelegentlich der Beratungen der Bankenquete 1908/09 (Stenographische Berichte der Verhandlungen der Gesamtkommission zu Punkt VI, Berlin 1910 S. 7 u. 9). Welche Zahlen dabei entstehen können, mag ein Fall illustrieren, auf den Lotz (Handwörterbuch der Staatswissenschaften, 3. Auflage, Art. Emissionsgeschäft; Statistisches) aufmerksam gemacht hat. Im Statistischen Jahrbuch von 1908 ist für 1907 der Zuwachs ausländischer Effekten am deutschen Markt mit 6688 Mill. M. ausgewiesen. Davon

stellen aber 6480 Mill. die 3¾ %ige italienische Rente dar, die 1906 konvertiert, 1907 an den deutschen Börsen angemeldet worden war. Nun kann allerdings im Gefolge einer Konversion eine Wanderung der Stücke nach anderen Ländern eintreten, und für diese Länder wirkt eine solche Einwanderung wie eine Neuemission, d. h. als Kapitalausfuhr. Eine solche war aber hier nicht zu beobachten; außerdem war schon bei der Konversion selbst nur der kleinste Teil der Anleihe im deutschen Besitz. Die entsprechende Abänderung im Statistischen Jahrbuch ist inzwischen getroffen worden.

Im ganzen gilt für die Zusammenstellungen des Kaiserlichen Statistischen Amtes: als Material sind die Zulassungsverzeichnisse unanfechtbar; soweit sie addiert sind, als Statistik, irreführend.

Ökonomist. Frankfurter Zeitung.

Wie gehen nun der Deutsche Ökonomist und die Frankfurter Zeitung vor? Im Gegensatz zur Statistik der inländischen Papiere ist bei den ausländischen für den Ökonomist nicht der Zulassungsbetrag maßgebend. Soweit eine Anleihe in mehreren Ländern aufgelegt wird, sucht der Ökonomist durch Umfrage bei den beteiligten Bankhäusern, bei den Maklern und aus sonstigen Anhaltspunkten, wie etwa der Stimmung des Marktes, zu ermitteln, was davon als in Deutschland untergebracht gelten kann (Ökonomist 1393 vom 11. September 1909 S. 564). Welche Unterschiede dies gelegentlich gegenüber den Zahlen der Reichsstatistik ausmacht, sehen wir z. B. aus einer Notiz des Ökonomist (vom 13. Februar 1909 Nr. 1363 S. 80). 1680 Mill. M. Pennsylvaniaaktien waren 1905 an der Börse zugelassen worden. Dementsprechend führt die Reichsstatistik in den Vierteljahrsheften diesen Betrag als Zulassung auf. Der Ökonomist stellt davon ein: 20 Mill. M.

Die Frankfurter Zeitung ermittelt die Auslandseffekten zunächst in ihrer Emissionsstatistik und befolgt hier die gleiche Methode wie der Ökonomist: sie hält Umfrage bei den Banken und schätzt danach den nach Deutschland gekommenen Betrag ab. Doch beschränkt sie auch hier wie beim

Inland die Ermittlungen nicht auf zugelassene Papiere. Außerdem stellt die Frankfurter Zeitung Berechnungen an aus dem Effektenstempel. Diese werden mit den Zahlen der Emissionsstatistik im allgemeinen nicht übereinstimmen. Fürs erste trifft der Stempel auch die durch freihändigen Verkauf und ohne Börsenzulassung nach Deutschland gekommenen Papiere. Ob deren Erfassung in der Emissionsstatistik auch nur zum Teil gelingt, ist nicht zu beurteilen. Sodann kostet Stempel nicht bloß die Ausgabe, sondern auch ein Teil des Handels in Auslandspapieren. In den Gesetzentwürfen war der Stempel auf ausländische Effekten ursprünglich gedacht als Ausgabestempel, wurde aber im Gesetz von 1881 zu einer Steuer auf den Effektenverkehr, d. h. Import erweitert (Greiff S. 10). Damit entfällt weiterhin die Möglichkeit, die ausländischen Aktien nach dem Ausgabekurs zu besteuern.

Der Steuertarif ist folgender (Die Stempelerträgnisse und die daraus errechnete jährliche Effektenausgabe siehe Tab. IVa und b Anhang):

	Gesetz vom 15. Juli 1909, in Kraft seit 1. August 1909 Gesetz vom 3. Juli 1913 in Kraft seit 1. Oktober 1913	Gesetz vom 14. Juni 1900, in Kraft seit 1. Juli 1900 Gesetz vom 3. Juni 1906, in Kraft seit 1. Juli 1906	Gesetz vom 24. April 1894, in Kraft seit 1. Mai 1894
1. c) Ausländ. Aktien, wenn sie im Inland ausgehändigt, veräußert, verpfändet, oder wenn daselbst andere Geschäfte unter Lebenden damit gemacht oder Zahlungen darauf geleistet werden	3 %	2½ %	1½ %
2. b) Obligationen ausländischer Staaten, Kommunalverbände, Kommunen u. Eisenbahngesellschaften	1 %	6 ‰	6 ‰
2. c) Obligationen ausländischer Korporationen, Aktiengesellschaften oder industrieller Unternehmungen und sonstige für den Handelsverkehr bestimmte Obligationen .	2 %	1 %	6 ‰
	alles vom Nominalwert		

Interimsscheine sind in gleicher Weise steuerpflichtig; der dafür gezahlte Steuerbetrag wird bei der Verstempelung der definitiven Stücke in Abzug gebracht. Über die Stempelpflicht bestimmt § 11 der Fassung des Gesetzes von 1913: „Ausländische Wertpapiere, welche durch ein im Ausland abgeschlossenes Geschäft von einem zur Zeit des Geschäftsabschlusses im Inland wohnhaften Kontrahenten angeschafft sind und ihm aus dem Ausland übersandt oder von ihm oder einem Vertreter aus dem Ausland abgeholt werden, sind von dem Erwerber binnen 14 Tagen nach der Einbringung der Wertpapiere in das Inland zur Versteuerung anzumelden." Verbleiben die Papiere im Ausland, so tritt die Stempelpflicht nicht ein; desgleichen nicht, wenn die Effekten sofort bei der Ausgabe einem ausländischen Käufer durch die Post unmittelbar übersandt werden. Bei den Aktien ist, im Unterschied zu den inländischen, nur der Nominalwert abgabepflichtig. Ohne Bedeutung hinsichtlich der Steuerpflicht ist, ob die Papiere an deutschen Börsen zugelassen sind oder nicht. Im übrigen zahlt jedes Stück den Ausgabestempel nur einmal; daher werden bei Lieferung solche Stücke bevorzugt, die den Stempel von einem früheren Aufenthalt in Deutschland her schon tragen. So braucht nicht die volle Einfuhr in der Stempelstatistik zum Ausdruck zu kommen. Offen bleibt die Frage, ob die Kapitalausfuhr beim Ankauf ausländischer Effekten nennenswert ausgeglichen wird durch Beteiligung von Ausländern an inländischen Emissionen. Um größere Beträge scheint es sich hier im allgemeinen nicht zu handeln. Gelegentlich aber doch. So bemerkte Fischel in der Bankenquete (Punkt I bis V S. 114), daß die Summen, die von Rußland aus Ende 1905 in $3\frac{1}{2}$ %igen deutschen Anleihen angelegt wurden, nach seiner Schätzung „sehr bedeutend" waren.

Gelegentlich der Beratungen des Wehrbeitrags hat die Budgetkommission des Reichstags dem Reichsstempelgesetz zwecks Erleichterung des Arbitrageverkehrs folgenden Absatz beigefügt[1]): „Sollen ausländische Wertpapiere, die ordnungsmäßig mit dem Reichsstempel versehen sind, in das Ausland versandt werden, so kann auf Antrag der Reichsstempel auf den Stücken ungültig gemacht und darüber eine Bescheinigung erteilt werden, die den Inhaber berechtigt, einen gleichen Nennbetrag derselben Wertpapiere innerhalb . . . zweier Jahre[2]) . . . steuerfrei ins Inland einzubringen." Der Stempel

[1]) Reichsstempelgesetz vom 3. Juli 1913, in Kraft seit 1. Oktober 1913, in der Fassung der Bekanntmachung des Reichskanzlers vom 2. August 1913 § 14 Abs. 3, Reichsgesetzbl. S. 644.

[2]) Diese Frist wurde durch den Bundesrat festgesetzt; Bekanntmachung des Reichskanzlers vom 15. September 1913 § 35 Abs. 5, Zentralblatt für das Deutsche Reich S. 801.

wird also nicht in bar rückvergütet. Der Effektenexporteur erhält nur ein Guthaben bei der Steuerbehörde, einen Anspruch auf kostenfreie Abstempelung des gleichen Betrags der gleichen Effektensorte. Bei definitiv aus dem deutschen Besitz ausscheidenden Papieren, von denen gleich hohe Beträge nicht wieder eingeführt werden, geht der Stempel immer noch verloren. Immerhin wird diese Erleichterung des Arbitrageverkehrs auch der statistischen Genauigkeit der Berechnungen zugute kommen, wie sie die Frankfurter Zeitung nach den Stempelerträgen anstellt[1]), insofern von Oktober 1913 ab in den genannten Fällen diese Erträgnisse den Kapitalexport (Effekteneinfuhr) nunmehr abzüglich eines Teils der Kapitaleinfuhr (Effektenausfuhr) ausweisen. Ein wichtiger Teil der Effektenausfuhr ist freilich nicht abgezogen: der Export infolge Tilgung. Soll dem Exporteur ein solcher Einfuhrschein ausgestellt werden, so muß er dem einzureichenden Stückeverzeichnis die Versicherung beifügen, daß eine Auslosung oder Kündigung der Stücke noch nicht stattgefunden hat[2]).

In einer Denkschrift des Reichsmarineamts vom Dezember 1905 über die Entwicklung der deutschen Seeinteressen ist die Höhe des deutschen Besitzes an ausländischen Wertpapieren auf mindestens 16 Milliarden M. geschätzt. Die infolge Tilgung erforderliche Effektenausfuhr wird also immerhin ins Gewicht fallen. Dazu kommt noch die bekannte Erscheinung des „Heimwehs" der Wertpapiere, d. h. der Tatsache, daß Anleihen nach ihrem Ursprungsland zurückstreben. Die infolge dieser Erscheinung sowie der Tilgungen vor sich gehende Effektenausfuhr wird auch nach der neuen Fassung des Gesetzes im Stempelertrag nicht zum Abzug kommen; ein hieraus sich ergebender Wechsel der Kapitalanlage wird als Neuanlage ausgewiesen; die Kapitalausfuhr erscheint zu hoch. Zu nieder dagegen wieder um die Effektensummen, die beim Erwerb durch Inländer in ausländischen Depots verbleiben.

Anläßlich der Beratungen der Börsenenquete im Jahre 1892 wurden über die ausländischen Emissionen auf dem deutschen Markt Ermittlungen angestellt, deren Resultate hier noch

[1]) Berechnungen seit 1914 eingestellt, siehe S. 186.

[2]) § 35, Abs. 2 der Ausführungsbestimmungen.

mitgeteilt seien, da sie auch heute noch von Interesse sind[1]). Für die Jahre 1882—1892 wurden die an den drei Hauptbörsen Berlin, Frankfurt, Hamburg zur Zeichnung aufgelegten ausländischen Effekten, jedes Papier nur einmal gezählt, nach ihrem Zeichnungs- (Zulassungs-) Betrag ermittelt. Die Steuerbehörden hatten dann bei jedem einzelnen Posten an der Hand ihrer Belege zu prüfen, was von diesen Zeichnungssummen den Emissionsstempel empfing und als deutscher Besitz anzusehen war. Die Praxis, für den ganzen Betrag einer Auslandsanleihe die Anmeldung zur Zulassung zu verlangen, auch wenn derselbe nicht voll in Deutschland aufgelegt wurde, bestand damals nicht einheitlich bei allen Anleihen. Es kamen Zulassungen vor, bei denen der Börseneinführungsbetrag niederer war, als der zur Versteuerung gekommene.

An den drei genannten Börsen wurden 1882—1892 aufgelegt: ausländische Werte von zusammen Nominal 20 736 Mill. M., davon wurden versteuert 5363 Mill. M. Hierbei fehlen alle nicht durch die Börsen verkauften ausländischen Effekten. Eine diesbezügliche Untersuchung bei der hamburgischen Börse ergab, daß neben den 1882—1892 bei ihr zugelassenen und verstempelten 349 Mill. M. (in obigen 5363 enthalten) außerhalb der Börse verkauft und versteuert wurden 208 Mill. M.

Im ganzen müssen wir, unter Berücksichtigung aller oben erwähnten Umstände, bezweifeln, ob durch die Schätzungen der Emissionen oder die Berechnungen aus dem Effektenstempel auch nur annähernd der Saldo oder die Bewegungskurve der Leihkapitalausfuhr angegeben werden kann, zumal da die Effektentilgung gänzlich unberücksichtigt bleibt.

C. Wie beeinflußt die Zähltechnik die Resultate?

Zulassung und Effektenausgabe. Methode der Bankenquete.

Mit der Statistik der inländischen und ausländischen Wertpapiere sind wir jetzt vertraut. In welchem Verhältnis stehen

[1]) Siehe Börsenenquetekommission, statistische Anlagen S. 272 bis 294. Berlin 1893.

die drei Statistiken zueinander, welchen Einfluß hat die Zähltechnik auf die Differenz der Resultate?

Es mag gleich vorausgeschickt werden, daß eine exakte Beantwortung unmöglich ist; hierzu wäre vor allem die Kenntnis der einzelnen Emissionen, welche in den drei Statistiken jeweils die Endsummen der Tabellen ausmachen, erforderlich. In dieser Hinsicht sehen wir in die Zusammensetzung des Effektenstempels und der Zahlen des Deutschen Ökonomist nicht hinein, wogegen die Frankfurter Zeitung in ihrem Börsenkalender zwar nicht die genauen Beträge, aber doch die berücksichtigten Emissionen publiziert. Immerhin wollen wir erörtern, was sich beim gegenwärtigen Stand der Sache feststellen läßt.

Eine Zulassungsstatistik erfaßt nur Börsenpapiere. Zwar nehmen die Großbanken bei vielen Emissionen die Hilfe der Börse nicht in Anspruch, und diese Papiere entgehen der Zulassungsstatistik zunächst. Sofern die Effekten aber nach oder während der Placierung an die Börse kommen, registriert sie auch der Zulassungsstatistiker, so daß praktisch eine Statistik der Börsenpapiere und eine solche der Wertpapierausgabe oder Placierung noch nicht zu differieren brauchen, sofern nur Emission und Zulassung ins gleiche Berichtsjahr fallen. Eine Reihe von Wertpapieren aber bleibt dauernd, freiwillig oder unfreiwillig, von der amtlichen Börse ausgeschlossen und es fragt sich nun, ob die Zahl dieser so gering ist, daß der Statistiker ohne Gefahr für die Richtigkeit seines Zahlenbildes sie einfach ganz außer acht lassen darf.

Eine Aufklärung über das Verhältnis der Börsenpapieremission zur Zahl der überhaupt ausgegebenen Effekten verspricht, nach ihrer Methode, eine Zählung, die von der Statistischen Abteilung der Reichsbank für die Zwecke der Bankenquete aufgemacht wurde[1]). Für ein halbes Jahr (erstes Semester 1909) wurde hier eine genaue Emissionstatistik zu-

[1]) Bankenquete 1908/09. Materialien zur Frage des Depositenwesens Punkt VI des Fragebogens. Berlin 1910. S. 245—270. Diese Semesterstatistik ist nicht zu verwechseln mit den Schätzungen der Statistischen Abteilung der Reichsbank auf Grund der Zulassungsanträge 1905—1908. Siehe S. 42 und Tabelle V u. VI Anhang.

sammengestellt, die durch Erweiterung des Begriffs „Effektenmarkt“ über die offizielle Börse hinaus eine größere Vollständigkeit erreichen sollte, als sie dem Ökonomist und der Frankfurter Zeitung möglich war. Zur Sammlung des Materials, d. h. der Zulassungsprospekte, Zeichnungseinladungen, Zeitungsnachrichten über Ausgabe und Übernahme von Anleihen usw. waren alle am Sitz einer Börse befindlichen Reichsbankanstalten behilflich; eine Ergänzung bildeten Fachzeitschriften, schriftliche und mündliche Anfragen bei den Gesellschaften selbst und den emittierenden Bankhäusern. Dieses Material sollte so verarbeitet werden, daß sich daraus die wirkliche Belastung des Marktes abmessen ließe. Es sollte festgestellt werden, welche Beträge flüssiger, für den Kapitalmarkt verfügbarer Kapitalien in Börsenwerten Bindung gefunden haben und wieweit im Zusammenhang damit durch die Emissionen auch der Geldmarkt belastet worden ist. Daneben sollte ein Vergleich möglich gemacht werden mit den Zahlen des Ökonomist und der Frankfurter Zeitung. Dem letzteren Zweck dient der Nominalwert dieser Semesterstatistik, dem ersteren, der Ermittlung der Marktbelastung, der Kurswert. In den Nominalwert wurden die Emissionen, die lediglich dazu dienen, neue Papiere an Stelle bereits vorhandener zu setzen, eingestellt. Der Statistiker der Bankenquete ist offenbar der Meinung, daß dies die Praxis des Ökonomist und der Frankfurter Zeitung sei. Doch wird von diesen jeder bloße Tausch, Konversion usw. nicht mit registriert; freilich bleibt die Frage offen, ob deren Ausschaltung vollständig gelingt. Im Kurswert der genannten Statistik sind diese lediglich an Stelle vorhandener Papiere tretenden Emissionen ausgeschieden. Dabei wurde jeweils nur die in die Berichtsperiode fallende Einzahlungsquote berücksichtigt; anderseits aber auch Restzahlungen auf schon früher ausgegebene Effekten aufgenommen. Die Belastung des Markts wird dann als gegeben angenommen, wenn die Papiere zur Ausgabe gelangen, nicht erst, wie bei der Frankfurter Zeitung, wenn sie placiert werden. Bei Subskriptionen ist Betrag und Kurs einfach festzustellen; bei freihändiger Begebung waren nicht immer genaue Angaben zu erlangen. Es wurde

dann die gesamte Summe als in der Beobachtungsperiode untergebracht angenommen. Das braucht, wie wir wissen, nicht immer zuzutreffen. Bei dieser Statistik stehen Nominal- und Kurswert in anderer Beziehung zueinander als bei den übrigen Statistiken. Im großen Ganzen kommt die Methode derjenigen gleich, die bei Errechnung der Effektenausgabe aus den Stempeleinnahmen befolgt wird. Die Papiere werden bei ihrer Entstehung, unabhängig von Zeit und Höhe der Placierung im Publikum, erfaßt.

Welche Aufklärung gibt diese Statistik über das Verhältnis der Zahl der zugelassenen zur Zahl der überhaupt ausgegebenen Effekten? Vergleichen wir sie mit den Ergebnissen des Effektenstempels und dem Ökonomist. Für den Auslandsanteil an den Emissionen hat der Statistiker der Reichsbank keine eigenen Ermittlungen angestellt, sondern ebenfalls den Effektenstempel verwertet. Wir beschränken uns daher auf seine inländischen Wertpapiere. Die Frankfurter Zeitung müssen wir bei dem Vergleich ausschalten, weil sich die Auslandsziffer von der des Inlands nicht trennen läßt. Der Ökonomist hat für die Aktien ein Agio berechnet von beinahe 200 %; es dürfte also der Nominalwert tauglicher sein zum Vergleich. Dem Nominalbetrag nach stimmt die Aktienziffer des Ökonomist ungefähr mit derjenigen der Bankenquete überein. Freilich bleibt zu bedenken, daß der Ökonomist die Aktien bei ihrer Zulassung, die Bankenquete aber sofort bei Ausgabe und Ausübung des Bezugsrechts einstellt. Was die Differenz ausmacht, sind lediglich die Rubriken „Pfandbriefe und Obligationen von Instituten des öffentlichen Rechts“ und „Hypothekenpfandbriefe“. Hierfür setzt der Ökonomist zunächst 280 Mill. aus; dort sind dafür 465 eingestellt. Wenn auch diese vorläufige Schätzung des Ökonomist im darauffolgenden Jahr 1910 durch eine höhere Zahl ersetzt wird, so erreicht diese doch noch nicht die Höhe der Bankenqueteziffer, bei der offenbar größere Vollständigkeit erreicht ist.

Vergleicht man nun aber die Zahlen der Bankenquete (Tab. VI Anhang) mit denen aus dem Effektenstempel, so zeigt sich, daß der letztere etwa die doppelte Zahl Aktien ausweist; auch die Rubrik „Kommunal- und Eisenbahnobligationen,

Pfandbriefe“ ist etwa 100 Mill. höher. Was die Aktien anbelangt, so gibt der Statistiker der Bankenquete selbst die Erklärung, daß die drohende Erhöhung der Emissionssteuer (Sommer 1909) eine große Zahl von Wertpapieren zwar zur Versteuerung, aber noch nicht an den Markt gebracht habe. Es ist zu bedauern, daß dieser außerordentliche Umstand, von dem das erste Semester 1909 beeinflußt war, eine Vergleichung zwischen Stempelziffer und einer den ganzen Effektenmarkt umfassenden Statistik stört. So bleibt auch bei Berücksichtigung der drohenden Erhöhung des Stempels in Anbetracht der so viel höheren Zahl von Aktien, die der Stempel ausweist, die Möglichkeit offen, daß der Bankenquete eine vollständige Erfassung der Aktienausgabe nicht gelungen ist. Die Annahme, daß die Stempelziffer Aktien enthält, die lediglich an Stelle älterer Papiere treten, erklärt die höhere Stempelziffer nicht. Denn diese Papiere sind unter Nominalwert bei der Bankenquete mitgezählt. Daß die Stempelziffer bei den Kommunalobligationen und Pfandbriefen, die zusammen nach dem gleichen Satz versteuert werden, beträchtlich höher ist, überrascht nicht. Denn sowohl die Bankenquete als die anderen Statistiken stellen für die Pfandbriefemission die jährliche Steigerung des Umlaufs ein, d. h. Emission abzüglich Tilgung; aus der Steuer ergibt sich nur die Emission, also mehr. So betrug bei der Bayerischen Hypotheken- und Wechselbank in den 11 Jahren 1900 bis 1910, abzüglich eines Tausches im Jahre 1906, die Zahl der ausgegebenen Pfandbriefe 560 Mill. M. Die Steigerung des Umlaufes, die von der Emissionsstatistik ermittelt wird, nur 276 Mill. M. (Nach den Geschäftsberichten.) Dieses Verhältnis gilt natürlich nicht für alle Pfandbriefemittenten gleich.

Die Vergleichung ergibt: Bankenquete und Ökonomist stimmen in der Aktienziffer ungefähr überein, bleiben aber hinter der Aktienziffer des Effektenstempels weit zurück. Die Obligationen dagegen, von denen der Industrie abgesehen (und den Staatspapieren, die der Stempel nicht trifft), sind im Ökonomist am niedrigsten, höher in der Bankenquete, am höchsten in der Stempelstatistik. Mit anderen Worten: für die Frage, auf die es uns ankommt, wieweit eine Zulassungsstatistik eine solche der gesamten Effektenausgabe überhaupt ist, können wir so

gut wie nichts aus der Bankenquete entnehmen; es müßte vorher erklärt werden, warum die Effektenausgabe nach dem Stempel soviel abweicht von der Ausgabe, wie sie die Bankenquete wiedergibt. Möglich ist, daß alles die drohende Steuererhöhung ausmacht; dazu würde stimmen, daß gerade bei der Effektengattung, die der Stempel am höchsten trifft, den Aktien, die Differenz zwischen Ausgabe laut Stempel und laut Bankenquete am höchsten ist.

Sehen wir uns bezüglich der schwebenden Frage, in welchem Verhältnis die Börsenpapiere zur gesamten Zahl der Ausgabe stehen, nach anderen Anhaltspunkten um.

Staatspapiere sind nach § 39 Börs.Ges. an jeder Börse zugelassen; Obligationen kommunaler Körperschaften und der unter staatlicher Aufsicht stehenden Pfandbriefanstalten genießen gewisse Vorrechte hinsichtlich der Börsenzulassung (§ 40). Die Landesregierung kann anordnen, daß es der Einreichung eines Prospekts nicht bedarf, und mit dieser Anordnung gilt die Zulassung als erfolgt. Für die Pfandbriefe der Bodenkreditinstitute ist die Frage gleichgültig, ob sie alle zugelassen sind oder nicht, denn der Ökonomist und die Frankfurter Zeitung ermitteln den Umlauf aus den Bilanzen. Für die Kommunalobligationen hat das Kaiserliche Statistische Amt Mitteilungen gemacht in einer Statistik der Inhaberobligationen der Stadt- und Landgemeinden (Vierteljahrsheft II, 1913 S. 203). Am 31. Dezember 1912 sind in Umlauf 6340 Mill. M. Obligationen. Davon sind an deutschen Börsen zugelassen 5910 Mill. M. = 90,3 %. Über das Zulassungsverhältnis der Industrieobligationen geben ebenfalls die Vierteljahrshefte Auskunft, und zwar in einer Statistik der Obligationen der privatrechtlichen Schuldner (Aktiengesellschaften, G. m. b. H., Genossenschaften, Gewerkschaften, Vereine, Einzelfirmen usw.; Vierteljahrsheft IV, 1911 S. 117). Vom Gesamtumlauf am 31. Dezember 1910 in Höhe von 3964 Mill. M. Obligationen waren an deutschen Börsen zugelassen 2811 Mill. M. = 70,9 %. Nach der Zahl der Aussteller allerdings würde man dieses hohe Zulassungsprozent nicht erwarten: Von 2017 Obligationenausstellern im ganzen sind nur 730 an der Börse eingeführt = 36 % der Aussteller. Dies gibt uns einen Wink bezüglich des Schlusses, den wir

aus einer anderen Ziffer ziehen können. Bezüglich der Aktien nämlich besitzen wir keine ganz Deutschland umfassenden Ermittlungen über das Prozentverhältnis der Zulassung. Doch läßt sich aus dem Handbuch der Aktiengesellschaften (1912/13, I. Bd., Vorwort) entnehmen, daß von rund 6000 Aktien- und Kommanditgesellschaften auf Aktien 3800 solche sind, deren Werte an keiner Börse notiert werden. Nach obigem Zahlenverhältnis bei den Industrieobligationen werden wir annehmen können, daß dieser hohen Zahl von Ausstellern nicht notierter Werte zwar nicht ein gleiches Verhältnis der notierten und nicht notierten Aktienbeträge entspricht, daß aber die nicht notierten zusammen doch einen größeren Bruchteil des Gesamtkapitals ausmachen. Nach Börsengesetz § 44 Abs. II hat der Bundesrat Bestimmungen erlassen am 15. Juli 1910 (vorher gültig die Bekanntmachung vom 11. Dezember 1896), in denen für die Börsen von Berlin, Frankfurt, Hamburg verlangt wird, daß nur solche Wertpapiere zugelassen werden, deren vorhandene Stücke mindestens 1 Mill. nominal ausmachen, bei den übrigen Börsen 500000 (§ 1). Nach dem statistischen Jahrbuch für das Deutsche Reich (1912 S. 384) sind von 5222 Aktien- und Kommanditgesellschaften auf Aktien 1735 Gesellschaften mit einem Kapital von unter 100000 M. bis 500000 M. Davon abgesehen, wird es bei der Industrie öfter der Fall sein, daß auch bei Erreichung der zur Börsenzulassung notwendigen Grenze ein Papier nicht zur Einführung kommt, weil es von wenigen Großaktionären in Händen gehalten wird. Nach dem Statistischen Jahrbuch für den preußischen Staat[1]) war die Zahl der Aktiengesellschaften in Preußen im Jahre 1911 2874 mit einem eingezahlten Aktienkapital von 10073 Mill. M., 893 davon, mit einem eingezahlten Kapital von 7350 Mill. M., haben Börsenkurs.

Bezüglich des Verhältnisses der Börsenemission zur Gesamtausgabe lehren uns diese Zahlen, daß die Papiere der öffentlich-rechtlichen Körperschaften zu größerem Teile über die Börse laufen, als die der Industrie. Es ist daher auch zu vermuten, daß in einer auf Börsenzulassung aufgebauten Statistik der Anteil der Industriepapiere an der Gesamtausgabe kleiner er-

[1]) Berlin 1913. Abschnitt VII S. 260.

scheint, als in einer sämtliche ausgegebenen Wertpapiere erfassenden Statistik.

Stellt man nach Ausschaltung der Staatsanleihen die Zulassungszahlen des Ökonomist für Kommunalanleihen, Pfandbriefe, Eisenbahnobligationen einerseits denen der Aktien und Industrieobligationen anderseits gegenüber für die 11 Jahre 1901—1911, desgleichen bei den Ausgabesummen, die sich aus dem Stempel ergeben, dann zeigt sich folgendes: beim Ökonomist sind die Industriepapiere (Obligationen und Aktien) von der Summe der Anleihen der öffentlich rechtlichen Körper und Eisenbahnen, ausschließlich Staat, 67 %, sofern die Aktien zum Nominalwert eingesetzt werden. Bei der Stempelstatistik dagegen sind die Industriepapiere 90 % der übrigen. Nun werden allerdings die Aktien zum Ausgabekurs versteuert; bringen wir auf den Nominalbetrag der Aktiensumme des Ökonomist das Agio in Anrechnung, wie ich es für 1908 nach dem Ausgabekurs ermittelt habe, nämlich 123 %, dann machen die Industriepapiere 78 % der übrigen aus. Erst wenn wir den Kurswert des Ökonomist, der nicht für den ganzen Betrag der Wirklichkeit entspricht, zugrunde legen, übersteigt der Anteil der Industriepapiere mit 94 % das Verhältnis, wie es der Stempel mit 90 % ausweist. Resultat: Legt man den Schwerpunkt der Statistik auf eine vollständige Zählung der Effekten überhaupt, so läßt sich jedenfalls soviel sagen: in einer Zulassungsstatistik kommen die Industriepapiere nach dem Nominalwert gegenüber den übrigen Wertpapieren schlechter weg, als bei einer sämtliche ausgegebenen Effekten umfassenden Zählung; der hohe Börseneinführungskurs der Aktien gleicht bei der Zulassungsstatistik dieses Weniger bei der Berechnung der Realwerte wieder aus. Soviel läßt sich über das Verhältnis der Zulassungsstatistik zu einer allgemeinen Effektenausgabestatistik sagen.

Zulassung und Placierung. Prüfung der Vollständigkeit der Frankfurter Zeitung.

Welche Resultate ergibt im Vergleich zur Zulassung die Placierungsstatistik der Frankfurter Zeitung?

Aus welchen Emissionen im einzelnen die Tabellen der Frankfurter Zeitung zustande kommen, läßt sich aus ihrem Börsenkalender ersehen. Doch sind dort nicht die Schätzungen genannt, die für den einzelnen Fall gemacht werden. Die Emissionen sind mit dem Zeichnungs-, Einführungs- oder Bezugsbetrag aufgeführt, wohl auch mehrere Male, wenn die Papiere an mehreren Börsen zur Einführung kamen. Wir ersehen also aus dem Börsenkalender, welche Effekten berücksichtigt, aber nicht, mit welchem Betrag sie endgültig in die Emissionstabellen eingestellt wurden; der Betrag des Börsenkalenders stellt aber immerhin eine Höchstsumme dar, über die hinaus das Papier nicht berücksichtigt worden ist, und diese Tatsache benutzen wir dazu, um für das Jahr 1908 die einzelnen Emissionsposten zu vergleichen mit den Zulassungsanträgen der Vierteljahrshefte. Ich habe den Vergleich so durchgeführt, daß zuerst die Papiere aufgeführt werden, die in beiden Statistiken enthalten sind, mit gleichen und ungleichen Beträgen; dann folgen solche, die nur in der Frankfurter Zeitung, d. h. im Börsenkalender, und weiterhin solche, die nur in den Vierteljahrsheften enthalten sind. Um den Einfluß der Verschiedenheit der statistischen Methode auf die Differenz der Ergebnisse kennen zu lernen, mußte ferner festgestellt werden, welche Effekten vom Börsenkalender und von den Vierteljahrsheften zwar auch erfaßt wurden, aber infolge der verschiedenen Methode nicht im Berichtsjahr 1908. Auf diese Weise waren schließlich die Effekten gewonnen, um welche die Statistiken endgültig differieren.

An inländischen Emissionen werden für das Jahr 1908 aufgeführt (ohne Hypotheken- und landschaftliche Pfandbriefe; einschließlich Konversionen usw.):

vom Börsenkalender der Frankfurter Zeitung	von den Vierteljahrsheften
Millionen Mark nominal [1])	
2444	3021

Vergleicht man die Einzelposten dieser beiden Summen, dann ergibt sich:

[1]) Im einzelnen siehe Anhang Tabelle VIII.

1661 / 483	gleiche Posten mit gleichen oder verschiedenen Beträgen	1661 / 761	I
300	sind in 1908 nur vom Börsenkalender aufgeführt.		II
226	werden von diesen 300 in den Vierteljahrsheften in den Zulassungen der Jahre 1909 bis 1911 berücksichtigt.		
	Nur von den Vierteljahrsheften sind in 1908 aufgeführt	599	III
	Von diesen 599 sind im Börsenkalender vor oder nach 1908 erfaßt	**56**	

Zu I. Hier ist zu beachten, daß unter den gleichen Posten mit verschiedenen Beträgen Schatzanweisungen enthalten sind. Von diesen übernahm 1908 ein Konsortium 200 Mill., legte aber nur 100 Mill. zur Zeichnung auf. Ihrer Methode entsprechend, nur die im Publikum placierten Summen zu registrieren, stellt die Frankfurter Zeitung in ihren Tabellen hier nur 100 Mill. ein, da sich nicht ermitteln läßt, wieviel von den restlichen 100 Mill. abgestoßen wurde.

Zu II. Der endgültig von den Vierteljahrsheften nicht erfaßte Betrag macht aus

300 Mill.
abzüglich 226 „ die 1909—1911 berücksichtigt wurden [1]).
74 Mill.

Diese 74 Mill. wurden überhaupt nicht in den Börsenhandel eingeführt und fehlen aus diesem Grund in den Vierteljahrsheften.

Zu III. Die endgültig vom Börsenkalender nicht erfaßten Emissionen machen aus

599 Mill.
abzüglich 56 „ die vor oder nach 1908 registriert wurden [1]).
543 Mill.

Von diesen 543 Mill. fehlen aus methodischen Gründen, weil Tausch, Abstempelung usw. darstellend, 397 Mill.[2]). Bereits vor 1908 ausgegeben, aber erst in 1908 an der Börse eingeführt 69 Mill. Sie kommen aus methodischen Gründen für das Jahr 1908 nicht in Betracht, sollten aber,

---

[1]) Nicht immer mit dem gleichen Betrag.

[2]) Die Konversionen, Tausch usw. machen bei der Gesamtzulassungssumme der Vierteljahrshefte eigentlich mehr aus. Es sind aber im Börsenkalender verschiedentlich Emissionen aufgeführt, von denen Teilbeträge zu Tausch usw. benutzt wurden; wieweit diese Teilbeträge in den endgültigen Emissionstabellen der Frankfurter Zeitung in Abzug gebracht sind, vermag ich nicht zu beurteilen; sie sind enthalten unter I. Die Vierteljahrshefte selbst geben als Konversionen an nur 350 Mill., vgl. S. 27/28.

zum Teil wenigstens, in früheren Jahren im Börsenkalender zu finden sein. Ob sie nun von der Frankfurter Zeitung einfach übersehen sind oder aus besonderen Gründen nicht registriert wurden, läßt sich nicht sicher beurteilen. Die Obligationen (17 Mill.) stellen bis auf wenige Millionen Börseneinführungen dar ohne vorausgehende Subskription. In solchen Fällen nimmt die Frankfurter Zeitung die Papiere nur auf, wenn sich die Höhe des Verkaufs ermitteln läßt. Bei den Aktien (52 Mill.) ist zum Teil das Bezugsrecht der Aktionäre ausgeschlossen worden. Bei einem anderen Teil liegt Begründung einer Interessengemeinschaft vor oder Verwendung der Aktien zum Tausche gegen Kuxe, Angliederung bestehender Werke und Bankhäuser oder Umgründung ohne nachfolgende Subskription. Bei rund 10 Mill. liegt Ausübung des Bezugsrechts durch die Aktionäre vor im Jahre 1907; diese erwartet man im Börsenkalender zu finden; die Erklärung liegt vielleicht darin, daß diese 10 Mill. bei ihrer Zulassung in 1908 alle an den kleineren Börsenplätzen eingeführt wurden, also wohl der Bezug durch die Aktionäre übersehen worden ist.

Für das Jahr 1908 selbst kommen in Betracht die in den Vierteljahrsheften enthalten sind, im Börsenkalender fehlen. Darunter ist eine Zulassung enthalten von 25 Mill., von welchen zunächst nur 7,5 Mill. zur Zeichnung aufgelegt wurden. Bloße Zulassung sind also davon	18	„	„
als nicht erfaßt bleiben übrig	59	Mill.	M.
Hiervon stellen dar Subskriptionen	15	„	„
Bezug junger Aktien durch die Aktionäre . .	11	„	„
Börseneinführungen	33	„	„

Die beiden ersteren Summen müßten im Börsenkalender enthalten sein, wogegen Börseneinführungen nur dann eingestellt werden, wenn sich Anhaltspunkte für den Absatz finden lassen. Das mag der eine Grund sein, warum diese 33 Mill. fehlen. Im übrigen aber bestehen sie zumeist aus Beträgen von ½ Mill. und weniger, an einer der 16 kleineren Börsen zur Einführung gekommen. Eine grundsätzliche Nichtberücksichtigung der kleineren Börsenplätze liegt aber nicht vor. Von den vom Börsenkalender für 1908 eingestellten Werten sind 37 Mill. an keiner der drei großen Börsen notiert.

Analog obiger Vergleichung für 1908 habe ich noch die drei Statistiken Ökonomist, Frankfurter Zeitung, Vierteljahrshefte für 1897 zusammengestellt; in diesem Jahr hat auch der Ökonomist noch Einzelposten veröffentlicht. Auch hier gilt wieder, daß die Beträge des Börsenkalenders möglicherweise

in die Emissionstabellen der Frankfurter Zeitung nicht in der vollen Höhe eingestellt worden sind. Das Bild sieht so aus (die Einzelposten zu diesen Zahlen habe ich nicht abgedruckt):

Jahr 1897 Millionen Mark nominal (ohne Pfandbriefe und Ausland).

		Ökonomist	Frankfurter Zeitung	Vierteljahrshefte
1.	Gleiche Posten mit gleichen oder verschiedenen Beträgen . . .	503	503	503
		52	37	61
2.	nur im Ökonomist und in den Vierteljahrsheften	17	—	15
3.	nur im Ökonomist und in der Frankfurter Zeitung	23	19	**3**
4.	nur in der Frankfurter Zeitung u. den Vierteljahrsheften	**9**	57	76
5.	nur im Ökonomist . .	3	**3**	**3**
6.	nur in der Frankfurter Zeitung	**1**	59	**49**
7.	nur in den Vierteljahrsheften	**15**	**12**	1624

Die fetten Ziffern geben die Beträge, die in anderen Jahren als 1897 registriert sind. Die hohe Zahl „nur in den Vierteljahrsheften“ ist bereits erklärt (S. 26). Sie besteht aus Konversionen, Kuxen usw. Die fette Ziffer im Ökonomist unter Ziff. 6 „nur in der Frankfurter Zeitung“ wäre wohl höher, wenn mir seine spezialisierten Ausweise zur Verfügung gestanden wären. Ohne diese konnte ich nicht untersuchen, ob die hier fehlenden Emissionen in späteren Jahren berücksichtigt sind wie bei den Vierteljahrsheften. Die Tabelle zeigt, daß die Zahlen der Frankfurter Zeitung die Börsenpapiere etwas vollständiger umfassen als der Ökonomist (vgl. 2 mit 4). Sie zeigt ferner, daß infolge der Verschiedenheit der statistischen Methode eine Übereinstimmung in den Endsummen der Tabellen nur zufällig ist. Einschließlich ausländischer Papiere gibt der Ökonomist nämlich für 1897

Millionen Mark nominal 1806
die Frankfurter Zeitung desgl. . . . 1816

Fassen wir zusammen, was sich über das Verhältnis der Placierungsstatistik zur Zulassungsstatistik sagen läßt auf Grund der aufgeführten Zahlen. Wir können dabei das, was beim Vergleich der Frankfurter Zeitung mit den Vierteljahrsheften gefunden wurde, auch auf den Ökonomist anwenden; er basiert ebenfalls auf Zulassung, nur daß er die Konversionen, Abstempelungen usw. vollständiger ausscheidet, die kleineren Börsenplätze nicht vollständig erfaßt, die Pfandbriefe genau ermittelt und Kurswerte berechnet.

Die Hauptdifferenz wird durch die Tatsache herbeigeführt, daß die Frankfurter Zeitung ihre Zahlen nicht auf den Börsenzulassungen aufbaut (300 Mill.). Eine große Zahl von Emissionen (rund 230 Mill.) wird dadurch von der Placierungsstatistik schon im Jahre 1908 erfaßt, die von der Zulassungsstatistik erst in den nächsten drei Jahren aufgenommen werden. Ein weiterer Teil (70 Mill.) ist bis 1911 überhaupt nicht an die Börse gebracht worden. Nächstdem spielt eine Rolle, daß die Frankfurter Zeitung nur Placierungen einstellt, die Vierteljahrshefte Zulassungen (Differenz beider 280 Mill.). Diese Differenz würde sich erhöhen, wenn mir die Schätzungen bekannt wären, welche von den Summen des Börsenkalenders in die definitiven Tabellen eingestellt werden. Die Praxis, von der Zulassung nur den verkauften Betrag einzusetzen, bringt die Gefahr mit sich, daß eine in späteren Jahren eintretende Ausnutzung des restierenden Zulassungsbetrags durch freihändige Begebung übersehen wird. Ob dies der Fall ist und wieviel es ausmacht, kann nicht festgestellt werden. Desgleichen läßt sich auch nicht annähernd übersehen, inwieweit die Frankfurter Zeitung die Placierung von nicht börsenfähigen Effekten zu erfassen vermag. Bei diesen Papieren ist vermutlich nicht bloß die Ausgabe schwer zu überwachen, sondern auch, wenn die Tatsache der Ausgabe feststeht, dürfte hier des öfteren schwer zu beurteilen sein, wieweit von einer Placierung gesprochen werden kann und inwieweit die augenblicklichen Käufer nicht bloß die Finanzierung übernommen haben mit der Absicht späteren

Weiterverkaufs. Darum läßt sich für eine Placierungsstatistik die Frage der Vollständigkeit nicht einfach durch Vergleich mit dem Effektenstempelergebnis feststellen: denn dieses stellt das Resultat einer allgemeinen Effektenausgabe dar. Ausgabe und Placierung sind aber zweierlei, und zwar wie wir noch in anderem Zusammenhang sehen werden, nicht nur in emissionstechnischem Sinn. Die Unvollständigkeit der Frankfurter Zeitung in der Erfassung der Börsenpapiere, die zum größten Teil auch von einer nicht auf Zulassung aufgebauten Placierungsstatistik zu berücksichtigen sind, diese Unvollständigkeit trägt zur Differenz zwischen Frankfurter Zeitung und Vierteljahrsheften bei, wohl aber nur sehr wenig zu derjenigen zwischen Frankfurter Zeitung und Ökonomist: denn auch dieser vermag nicht alle Börsenpapiere zu erfassen. Schließlich ist noch zu erwähnen, daß bei der Frankfurter Zeitung eine Reihe Wertpapiere deshalb ausfällt, weil sich, wie z. B. bei den Börseneinführungen, Anhaltspunkte über den Absatz nicht gewinnen lassen, oder weil zwar eine Ausgabe der Effekten, aber kein Verkauf ans Publikum stattfindet.

Im ganzen läßt sich also sagen: der Ökonomist und die Frankfurter Zeitung erfassen zunächst die Börsenpapiere mit ungefähr der gleichen Vollständigkeit. Die Placierungsstatistik stellt aber die Emissionen zum Teil zu anderer Zeit und oft mit niedrigeren Beträgen als die Zulassungsstatistik ein. Dazu kommt noch, daß gewisse Börseneinführungen und die Übernahme durch Konsortien ohne nachfolgenden Weiterverkauf von der Placierungsstatistik überhaupt nicht aufgenommen werden. Es müßte danach die Placierung erheblich geringere Summen ausmachen als die Zulassung; zu einem Teil wird dieses Weniger ausgeglichen durch Berücksichtigung von nicht an der Börse eingeführten Papieren auf seiten der Placierungsstatistik. Die Differenz zwischen Ökonomist und Frankfurter Zeitung beruht nicht bloß auf der Verschiedenheit der Schätzungen der ausländischen Emissionen; schon die Summen für das Inland differieren stark.

Es fragt sich, wie sich die Verschiedenheit der Methode auf einen größeren Beobachtungszeitraum als ein Jahr äußert, ob sich nicht statistische Regelmäßig-

keiten der Differenzen beobachten lassen. Zu diesem Zweck vergleichen wir zunächst die Emissionstabellen des Ökonomist und der Frankfurter Zeitung in den Jahren 1901—1905. Für diese Zeit läßt sich aus einer Publikation der Frankfurter Zeitung vom 29. November 1906 der Anteil der ausländischen Effekten entnehmen; allerdings nur nach Kurswerten, und das erschwert eine Vergleichung der Aktien, da hier zur Differenz der Zählung noch die verschiedene Kursberechnung, im einen Fall nach Bezugs-, im anderen nach Einführungskursen kommt. Ich habe die Zahlen in einer besonderen Tabelle zusammengestellt (siehe Anhang Tab. IX). Zu beachten ist, daß die Emissionsziffer für Hypothekenpfandbriefe des Ökonomist 1901 und 1902 um 81 und 56 Mill. gegenüber der Frankfurter Zeitung zurückbleibt, aus den bereits erörterten Gründen (siehe S. 19).

Mehrmals zeigt sich, daß die annähernde Übereinstimmung von mehreren Rubriken zusammen nur eine zufällige ist; ein Zuwenig in der einen gleicht sich mit einem Zuviel in der anderen aus. Die Differenzen in den ausländischen Effekten sind im Verhältnis zur Auslandsziffer selbst betrachtet oft viel höher als die der inländischen Papiere; so z. B. wenn die Frankfurter Zeitung in einem Jahr 416 Mill. für ausländische Obligationen einstellt und der Ökonomist 208 Millionen. Auf die Verschiedenheit der Gesamtemissionsziffer aber wirken im ganzen mehr die inländischen Papiere ein. Das gleiche läßt sich aus den Zahlen des Jahres 1912 ersehen (siehe Anhang Tab. I u. II), in dem die Frankfurter Zeitung zum erstenmal wie der Ökonomist auch die ausländischen Wertpapiere ausgliedert.

Was ergibt sich, wenn die Statistik des Ökonomist und der Frankfurter Zeitung in einem größeren Zeitraum verglichen werden? Wenn wir eine solche Vergleichung vornehmen wollen, müssen wir wieder beachten, daß die Frankfurter Zeitung in mehreren Rubriken den Anteil der ausländischen Effekten nicht ausscheidet; wir müssen zu Vergleichszwecken beim Ökonomist ebenfalls Inland und Ausland entsprechend zusammennehmen. Stellt man die beiden Statistiken auf diese Weise für die Jahre 1898 bis 1911 (14 Jahre) nebeneinander, dann zeigt sich:

die Gesamtemissionssumme nach dem Nominalwert macht in den 14 Jahren Inland und Ausland zusammen beim Ökonomist . . .	32366 Mill. M.
bei der Frankfurter Zeitung	31559 „ „
der Ökonomist hat mehr	807 Mill. M.

Doch ist dieses Mehr in den einzelnen Jahren keine regelmäßige Erscheinung; in 5 Jahren von 14 hat der Ökonomist weniger. Die Differenz steigt, wenn wir die Papiere trennen nach Obligationen und Aktien und für die Aktien neben dem Nominalwert den Kurswert in Ansatz bringen. Bei den Obligationen spielt die verschiedene Berechnungsmöglichkeit des Kurswerts, nach dem Subskriptions- oder Börseneinführungskurs gegenüber der Höhe der Gesamtziffer keine Rolle; wir setzen bei den Obligationen überall den Nominalwert ein. An solchen hat:

die Frankfurter Zeitung	25970 Mill. M.
der Ökonomist	25830 „ „
der Ökonomist weniger	140 Mill. M.

Erinnern wir uns, daß der Ökonomist für die Jahre 1900 bis 1902 die Steigerung des Pfandbriefumlaufs um rund 300 Millionen zu nieder einsetzt, so wird obige Differenz in ein geringes Mehr des Ökonomist verwandelt. Dieses Mehr ist nun aber in den einzelnen Jahren gerade so oft vorhanden wie das Weniger. Die Differenz schwankt im Jahr zwischen 200 Mill. weniger und 340 Mill. mehr auf seiten des Ökonomist. Von den Hypothekenpfandbriefen abgesehen (die beim Ökonomist auch die landschaftlichen Pfandbriefe enthalten) ist in den einzelnen Rubriken eine im Verhältnis zur jeweiligen Emissionsziffer geringe Differenz der beiden Statistiken nur bei den Staatsanleihen zu beobachten. Die große Verschiedenheit dieser letzteren Rubrik im Jahre 1908 um 180 Mill., die der Ökonomist mehr hat, haben wir bereits zu 100 Mill. darauf zurückgeführt, daß die Frankfurter Zeitung von 200 Mill. an ein Konsortium übergebenen Schatzanweisungen nur 100 einstellt, da nur diese zur öffentlichen Zeichnung aufgelegt wurden. Im übrigen schwanken bei den Obligationen die Differenzen der beiden Statistiken in den einzelnen Rubriken so, daß sich kein regelmäßiges Überwiegen der einen oder anderen Statistik beobachten läßt. Möglich ist,

daß sich, bei Trennung von Inland und Ausland, bezüglich der inländischen Papiere doch ein ungefähr gleichbleibendes Verhältnis der beiden Statistiken zueinander herausstellen würde.

Anders bei den Aktien. In den einzelnen Jahren herrscht das Mehr des Ökonomist ziemlich regelmäßig vor: nach dem Nominalwert hat der Ökonomist nur in 3 Jahren von 14 weniger, und zwar höchstens um 30 Mill. (1898); nach dem Kurswert in 2 Jahren. Obwohl wir Inland und Ausland bei der Frankfurter Zeitung nur in einer Ziffer besitzen, läßt sich doch soviel hier feststellen: in 9 Jahren von 14 hat der Ökonomist allein an Nominalwert inländischer Aktien mehr als die Frankfurter Zeitung an Inland und Ausland zusammen. Der Ökonomist registriert in diesen 9 Jahren zusammen:

inländische Aktien nominal	3835	Mill. M.
die Frankfurter Zeitung Inland und Ausland nur	3117	„ „
Insgesamt in 14 Jahren führt der Ökonomist Inland und Ausland nominal Aktien auf . .	6535	Mill. M.
die Frankfurter Zeitung desgleichen	5589	„ „
Der Ökonomist hat nominal mehr	946	Mill. M.

Das gleiche nach dem Kurswert:

Ökonomist	10166	Mill. M.
Frankfurter Zeitung	7862	„ „
Der Ökonomist hat nach dem Kurswert in 14 Jahren an Aktien mehr	2304	Mill. M.

Während bei den Obligationen eine Regelmäßigkeit nicht zu beobachten ist, zeigt sich, daß bei den Aktien der Ökonomist fast Jahr für Jahr mehr registriert. Dieses entschiedene Übergewicht des Ökonomist kann sich nicht erklären aus der Verschiedenheit der beiden Statistiken in der Schätzung der ausländischen Dividendenpapiere. Diese spielen am deutschen Markt überhaupt keine solche Rolle, daß sich daraus eine Differenz der statistischen Resultate von über 2 Milliarden Kurswert in 14 Jahren erklären ließe. Zudem läßt sich aus den Zahlen ersehen, daß in der Mehrzahl der Jahre schon die Inlandsziffer des Ökonomist bei den Aktien genügt, um ein bedeutendes Übergewicht herbeizuführen.

Die Statistik der gesamten Effektenausgabe und die der Zulassungen mit derjenigen der Frankfurter Zeitung ver-

gleichend, können wir, ohne daß wir bei den Industriepapieren der letzteren den Auslandsanteil auszuscheiden brauchen, soviel feststellen: das Verhältnis, in dem unter dem Gesichtspunkt einer vollständigen Zählung aller ausgegebenen Effekten die Industrie zu den öffentlich rechtlichen Körperschaften und den Bodenkreditinstituten steht, verschiebt sich durch die Technik der Zählung so, daß bei der Frankfurter Zeitung der Anteil der Industrie an der Gesamtemission noch niederer ist als bei der Zulassungsstatistik, nominal gerechnet; für diese fanden wir bereits (siehe S. 69), daß sie durch Ausschluß aller nicht börsenfähigen Effekten das Verhältnis der Effektenausgabe durch öffentliche Körperschaften und durch die Bodenkreditinstitute zur Effektenausgabe durch die Industrie zu Ungunsten letzterer darstellt. Dieses Resultat gilt aber nur unter dem Vorbehalt, daß beim Effektenstempel, aus dem die allgemeine Effektenausgabe errechnet ist, keinen wesentlichen Bruchteil ausmacht die Versteuerung solcher Effekten, bei denen nur eine Änderung des ursprünglichen Rechtsverhältnisses von Anleiheschuldner zum Gläubiger, von Gesellschaft zu Aktionär, aber keine Neuemission vorliegt (siehe S. 52/53). Dieser Bruchteil müßte schon ziemlich hoch sein, wenn er obiges Resultat ändern sollte. Denn es ist weiter zu beachten, daß die Statistiken des Ökonomist und der Frankfurter Zeitung bei den Pfandbriefen nur die Umlaufssteigerung (Emission abzüglich Tilgung), nicht die Neuemission berücksichtigen. Die Berechnungen aus dem Effektenstempel aber enthalten für die Pfandbriefe die Neuemission. Mit anderen Worten heißt dies: würde beim Ökonomist und der Frankfurter Zeitung für den Bodenkredit der volle Betrag der Emission eingesetzt, so würde sich im Vergleich zur Stempelstatistik der Anteil der Industrie noch mehr verringern. Die Unvollständigkeit der Zählung von Industriepapieren wird bei der Verhältnisberechnung zum Teil verdeckt durch eine gleiche Unvollständigkeit bei den Pfandbriefen. Dieses Resultat bezüglich des geringeren Anteils der Industrie in der Statistik des Ökonomist und der Frankfurter Zeitung gilt zunächst nur unter dem statistisch-technischen Gesichtspunkt einer vollständigen Zählung der Effektenaus-

gabe[1]). Eine andere Frage ist, wieweit die Qualität der Statistik, d. h. ihre praktische Brauchbarkeit, dadurch beeinflußt wird. Darüber später.

D. Tilgungen.

Die Zählungstechnik anbelangend, wird nun noch gegen die Emissionsstatistik eingewendet, daß sie die Tilgungen nicht in Abzug bringt (mit Ausnahme der Pfandbriefrubrik) und dementsprechend die Beanspruchung des Markts zu hoch erscheinen lasse. Wir versuchen, von der Größe dieses Vorgangs eine einigermaßen bestimmte Vorstellung zu bekommen.

In den Vierteljahrsheften des Kaiserlichen Statistischen Amts sind über den Bestand der Obligationenschulden von Staat und Industrie, ferner über den Bestand an Aktiengesellschaften zum Teil einmalige, zum Teil periodische Erhebungen mitgeteilt. Sie sind noch nicht so vollständig, daß sich für ein Jahr aus ihnen allein die Zunahme an Obligationen und Aktien berechnen ließe. Wir nehmen eine private Arbeit noch zu Hilfe und versuchen durch Feststellung des Bestands an Obligationen am Ende des Jahres 1909 und des Jahres 1910 die Steigerung der Ausgabe zu ermitteln. Es handelt sich dabei, vom Standpunkt der Aussteller der Papiere gesehen, um eine Steigerung des Umlaufs[2]), um den Gesamtbetrag der Neuausgabe abzüglich der infolge Tilgung wieder eingezogenen Schuldscheine. Die Statistik der Obligationen der Stadt- und Landgemeinden beruht auf den Angaben dieser selbst in den Zählkarten; die Statistik der Industrieobligationen ist nach den Bilanzen aufgemacht; im allgemeinen wird man annehmen können, daß die Bilanz den jeweiligen Stand der Obligationenschuld so ausweist, daß die zwecks Tilgung zurückgezogenen Schuld-

[1]) Aus diesem Grund haben wir uns an den Nominalwert der Aktien gehalten. Bei der Verwertung der Zahlen kommt natürlich bei den Aktien nur der Kurswert in Betracht, und zwar mindestens der Ausgabekurswert, da sonst der Kapitalanteil der Industrie viel zu klein erscheinen würde.

[2]) Die Papiere brauchen in diesem Fall nicht im Publikum zu kursieren; sie können sich zum Teil auch in den Portefeuilles der Banken befinden.

scheine am Obligationenkonto abgezogen sind. Auf Details (wie etwa die bei den Pfandbriefen in Betracht kommende verschiedene Buchungsweise der eigenen Obligationen) gehen wir nicht ein. Es handelt sich nur darum, über den Vorgang der Tilgung einigermaßen durch Zahlen orientiert zu sein. Die so gewonnene Steigerung des Umlaufs (Neuausgabe abzüglich Tilgung) vergleichen wir mit der Neuausgabe laut Effektenstempel und haben damit ungefähr ein Bild, wie sich der Zuwachs an Effekten für ein Jahr zur Gesamtzahl der neuausgegebenen Wertpapiere desselben Jahres verhält. Diese Vorgänge haben, wie wir schon wissen, nichts zu tun mit der Emission (Placierung) oder gar Börsenzulassung der Wertpapiere.

Staatsanleihen (Vierteljahrsheft 1912 II S. 31 ff.). Die Reichs- und bundesstaatlichen Anleihen sind in den Vierteljahrsheften nach Etatsjahren aufgeführt und ergeben für 1910/11 eine Umlaufssteigerung von 118 Mill. M. Im Februar 1910 kamen 340 Mill. Reichs- und 140 Mill. preußische Anleihen heraus, die ins Kalenderjahr 1910, ins Etatsjahr 1909 fallen. Die Einstellung des Etatsjahres würde hier das Bild des Kalenderjahres zu sehr beeinträchtigen. Außerdem weist der Effektenstempel, mit dem wir hier den Vergleich ziehen wollen, die Staatsanleihen nicht auf. Wir begnügen uns mit der Konstatierung, daß die Tilgung der Reichs- und Bundesstaatsanleihen zu Beginn des Rechnungsjahres 1911 z. B. mit 193 Mill. ausgeworfen ist, der jährlichen Neuausgabe gegenüber also wohl ins Gewicht fällt. Dabei bleibt jedoch zu beachten, daß bei den Staatsanleihen zum größeren Bruchteil die Tilgung durch Kürzung von Neuemissionen vorgenommen und nur zum kleinen Teil bereits im Verkehr befindliche Stücke zurückgezogen werden. (Konrad Zorn, Über Tilgung von Staatsschulden. Tübingen 1905. S. 96, 108.)

Obligationen der Stadt- und Landgemeinden (Vierteljahrsheft 1910 II S. 137; 1911 II S. 213; Anm. 1912, I S. 102). Diese Rubrik enthält auch die Provinzialobligationen, soweit sie nicht als von provinziellen Bodenkreditinstituten ausgegeben, unter der Bodenkreditstatistik mitgezählt sind. Der Stand ist jeweils auf 31. Dezember berechnet.

Eine Statistik der privatrechtlichen Schuldner ist bisher bloß mit einer Bestandsermittlung herausgekommen (Vierteljahrsheft 1911 IV S. 117). Doch ergibt sich daraus, daß die Obligationen der Aktiengesellschaften und Kommanditgesellschaften auf Aktien 78% der Aussteller der privatrechtlichen Schuldner überhaupt ausmachen und 82,3% ihres Obligationenumlaufs, den Bodenkredit nicht mitgerechnet. Wir benutzen daher zur Feststellung der Obligationenumlaufssteigerung der privatrechtlichen Schuldner die Spalte 8 der Statistik der Geschäfts-

ergebnisse der Aktiengesellschaften: „Obligationenschulden“ (jeweils Ergänzungsheft 2 der Vierteljahrshefte). Mehr als die Hälfte aller Gesellschaften hat als Bilanztag den 31. Dezember. Das Berichtsjahr wurde vom Kaiserlichen Statistischen Amt so gewählt, daß dieser Termin in die Mitte fällt; es geht vom 1. Juli bis 30. Juni. Wir brauchen ein Kalenderjahr (1910), da wir die verschiedenen Umlaufssteigerungen addieren wollen. Es zeigt sich, daß im Berichtsjahr 1910/11 die Umlaufssteigerung 88, in 1909/10 199 Mill. M. beträgt. Wir machen daraus ein Kalenderjahr, indem wir von jedem die Hälfte nehmen; gibt 144 Mill. M. Diese Summe ist für 1910 wahrscheinlich zu hoch. Die Mehrzahl der Gesellschaften bilanziert per 31. Dezember. Das Jahr 1910 ist also wohl vorwiegend in der Berichtperiode 1910/11 enthalten.

Zur Bodenkreditstatistik ist zu bemerken: auch hier besitzen wir in den Vierteljahrsheften nur eine einzige Bestandsstatistik (Vierteljahrsheft 1912 I S. 101). Ich greife daher zu der bereits früher genannten Arbeit von Dr. F. Schulte: Die deutschen Bodenkreditinstitute 1900 bis 1909, Leipzig 1911, S. 11 und 28 ff. Tabellenwerk. Schulte ermittelt den Stand der Bodenkreditinstitute auf 31. Dezember oder den zunächstliegenden Zeitpunkt. Die Hypothekenbanken sind beim Bilanzieren gesetzlich auf 31. Dezember festgelegt und machen den Hauptteil aus. Dabei müssen wir aus Schulte die Umlaufssteigerung der Landesbank der Rheinprovinz und der von Westfalen ausscheiden. Die Aussteller der betreffenden Obligationen sind nicht die Landesbanken, sondern die Provinzverwaltungen selbst, und sie sind daher von den Vierteljahrsheften (laut Anm. 1912 I S. 102) bereits unter „Städte und Landgemeinden“ berücksichtigt. Schultes Publikationen gehen nur bis 1909; wir brauchen die Zahl für 1910. Der Absatz der Hypothekenpfandbriefe war laut Statistik des Ökonomist und der Frankfurter Zeitung in 1910 etwas geringer als in 1909 und wir werden jedenfalls nicht zu wenig einstellen, wenn wir die Zahl von 1909 als Umlaufssteigerung für 1910 einsetzen. Bei Schulte sind nicht mitberücksichtigt die Obligationen der Rentenbanken und Landeskulturrentenbanken. Erstere kosten keinen Stempel und insofern ist ihr Fehlen zum Vergleich mit der Stempelziffer erwünscht. Im übrigen haben beide Obligationensorten laut Vierteljahrshefte 1912 I S. 102 zwar den ansehnlichen Umlauf von 476 Mill., aber machen nur 3% des Gesamtumlaufs von 15,8 Milliarden aus, und insofern wird die Zahl Schultes doch ziemlich vollständig sein. Möglicherweise sind daran noch rund 40 Mill. zu kürzen, sofern wir mit der Stempelziffer vergleichen wollen: in der Rubrik Schultes „Staatliche und provinzielle Bodenkreditinstitute“ stellt von 16 Schuldnern der größere Teil Landeskreditanstalten der kleineren Staaten dar; wie weit sie vom Stempel frei sind, ist mir nicht bekannt.

Die Bestands- und Bewegungsstatistik der Aktiengesellschaften: jeweils auf 31. Dezember (Vierteljahrsheft 1911 I S. 187; 1912 I S. 90). Soll hier der dem Effektenmarkt zufließende Wertpapierzuwachs angegeben werden, so müssen von der Kapital-

erhöhung die Herabsetzung, von der Gründung die Liquidationen und Konkurse abgezogen werden.

Nehmen wir die Effektenaussteller auf diese Weise zusammen, so bekommen wir für die Neuausgabe abzüglich der Tilgung eine Zahl, die höchstwahrscheinlich zu hoch ist. Unter den gemachten Vorbehalten ergibt sich:

	Steigerung des Umlaufs	Versteuert wurden in 1910 nominal
bei den Stadt- und Landgemeinden nominal	276 Mill. M.	1153 Mill. M.
Bodenkreditinstitute	735 „ „	
Industrieobligationen	144 „ „	221 „ „
	1155 Mill. M.	1374 Mill. M.

Eisenbahnen werden nach dem Satz für Städte versteuert und sind nicht unter Industrieobligationen enthalten. Man hätte also bei den aufgeführten Papieren mit einer Tilgung von über 200 Mill. M. im Jahr zu rechnen, ohne Staatsanleihen und ohne die ausländischen Werte.

Die Tilgung bei den Industrieobligationen scheint besonders groß zu sein. Wir haben in obiger Statistik vorsichtigerweise einen hohen Betrag für die Umlaufssteigerung der Industrieobligationen eingestellt. Es seien noch nach derselben Statistik der Geschäftsergebnisse der Aktiengesellschaften die Zahlen für die Industrie auf mehrere Jahre einander gegenübergestellt, so daß die Höhe der Tilgung besser zum Ausdruck kommt. Die Aktiengesellschaften machen, wie schon erwähnt, 82 % = 4/5 des Obligationenumlaufs aller privatrechtlichen Schuldner aus (ohne Bodenkredit). Wir vergleichen die Berichtsjahre mit den Kalenderjahren des Effektenstempels so, daß diejenige Hälfte des Berichtsjahres, die den 31. Dezember enthält, als größere gilt und dem Kalenderjahr gleichgesetzt wird.

Steigerung des Umlaufs abzüglich Tilgungen Millionen Mark nominal		Obligationenausgabe laut Effektenstempel, nominal ohne Eisenbahnen	
1907/08 auf 1908/09 . .	148	1908	473
1908/09 „ 1909/10 . .	198	1909	419
1909/10 „ 1910/11 . .	88	1910	221

Wieweit im Stempel bloßer Obligationentausch, infolge Änderung des Rechtsverhältnisses (siehe S. 52 u. 53) enthalten ist, kann nicht festgestellt werden.

Bei den Aktien hat natürlich die durch Konkurs und Liquidation eintretende Minderung des gesamten Umlaufs eine andere Bedeutung, als die Tilgung auf dem Obligationenmarkt. Immerhin gilt auch hier, daß der Effektenmarkt jährlich um viel weniger Aktien zunimmt, als die Ziffer der Neuausgabe vermuten läßt.

Nach den Vierteljahrsheften beträgt der Zuwachs an Aktiengesellschaften	Versteuert wurden, nach dem Ausgabekurs, einschl. Fusionen
1910 . . . . 586 Mill. M.	862 Mill. M.
1911 . . . . 619 „ „	927 „ „
1912 . . . . 857 „ „	1213 „ „

II. Abschnitt.

Die Verwertung der Zahlen.

E. Wie die Zahlen gedeutet werden.

Die ganze bisherige Erörterung bezog sich auf die verschiedenen Methoden, die Effekten zu zählen, hat insofern nur statistisch-technische Bedeutung und stellt nur das Mittel zu dem Zweck bereit, dem die Emissionsstatistik dienen soll: auf dem Umweg über den Emissionsmarkt einiges zu erfahren über den Kapitalmarkt. In Presse, Parlament und Wissenschaft wurden die Zahlen zu Schlüssen verwertet, die wir uns jetzt näher betrachten.

In seinem Buch: „Der deutsche Kapitalmarkt“ [1]) versucht Eberstadt mit Hilfe der Zahlen der Zulassungsstatistik die herrschende Meinung über die unbefriedigende Lage des deutschen Kapitalmarkts zu widerlegen, die Meinung, daß die Ursache Kapitalmangel sei, hervorgerufen besonders durch die hohen Ansprüche unserer Industrie. Zweierlei stellt Eberstadt fest: was wurde für öffentliche und private Zwecke im Jahr 1899 auf dem Weg der Effektenausgabe aufgebracht? Welche Summen stellt die Industrie wiederum dem Markt zur Verfügung? Die erste Frage wird beantwortet durch Zusammenstellung der Zulassungsanträge zu den deutschen Börsen, wie sie die Vierteljahrshefte veröffentlichen. Bei den öffentlich-rechtlichen Schuldnern wird nicht der Zulassungsbetrag eingestellt, sondern durch Anfrage beim Schuldner selbst oder aus den Parlamentsdrucksachen der Erlös der Emissionen ermittelt. Bei den übrigen Papieren wird die Zulassungssumme als Emissionssumme eingestellt, die Auslandsziffer vom Ökonomist übernommen, der Pfandbriefumlauf aus den Bilanzen; Tausch und

[1]) Leipzig 1901. Die folgenden Ausführungen beziehen sich im wesentlichen auf S. 24 bis 48.

Umwandlung nach Möglichkeit ausgeschieden[1]). Alle Papiere werden in 26 Gruppen geteilt. Es ist nicht notwendig, daß wir die Berechnung für jede einzelne vorführen, da uns weniger die Zahl als die Methode interessiert. Als Beispiel sei die Berechnung des Kapitalbedarfs der Montanindustrie angeführt.

Nominalbetrag der in 1899 zugelassenen Montanaktien	108	Mill. M.
Sie sind von den Unternehmungen ausgegeben worden zu	120	„ „
Diese Summe stellt den „Kapitalreinanspruch", d. h. den Betrag dar, welchen die Industrie aus der Ausgabe der Effekten empfangen hat. „Was darüber hinausgeht, wurde im wesentlichen für die Spielsucht des Publikums beansprucht" (S. 15). Wie viel macht dies aus? Der Kurswert obiger Aktien am 1. April 1900 ist	227	„ „
Es sind also 227 abzüglich 120 Mill. . . = in wenig mehr als einem Jahr zu nichts anderem als für die Zwecke der Spekulation gebraucht worden, um der Industrie ein Kapital von 120 Mill. zuzuführen (S. 32). Prozentual: vom Aufgeld kommen 10 % der Industrie, 90 % der Spekulation zugute. Nach der gleichen Methode wird der Spekulationsbedarf berechnet: 1. für die schon 1895 notierten, 2. für die 1895 bis 1900 zur Notiz gelangten Montanaktien.	107	Mill. M.
Kurswert der Montanaktien der Berliner Börse am 1. Januar 1895 777 Mill.		
Desgleichen am 1. April 1900 . . 1475 „		
Für Spekulation erforderlich rund	700	Mill. M.
Die 1895 bis 1900 hinzugekommenen nominal 299 Mill. Aktien, die am 1. Januar 1895 noch keine Notiz besitzen, stehen am 1. April 1900 auf 611 Mill. Kurswert. Das Aufgeld von 312 Mill. nach dem oben gefundenen Prozentverhältnis verteilt: 10 % für Industrie, für Spekulation 90 % . . . . =	280	„ „
zusammen	980	Mill. M.

[1]) Zulassung ist nicht gleich Emission, wie wir wissen. Da ferner der Betrag an Umwandlung älterer Wertpapiere bei Eberstadt im Vergleich zu den Vierteljahrsheften zu nieder angegeben ist, sehe ich von einer Wiedergabe der Zahlen ab. Bemerkenswert ist, daß bei den öffentlich-rechtlichen Schuldnern der ermittelte Ausgabebetrag hinter der Zulassungssumme um 84 Mill. zurückbleibt. In der Endsumme, nicht aber in den einzelnen Rubriken, stimmen die Zahlen bis auf wenige Millionen mit denen des Deutschen Ökonomist überein.

Für spekulative Zwecke war also 1895 bis 1900 allein auf dem Gebiet der Montanindustrie für die in Berlin zugelassenen Papiere aufzubringen beinahe 1 Milliarde. Dabei sei zu beachten, daß es noch nicht der Höchstkurs ist, den wir in Ansatz gebracht haben (S. 30). Ferner fehlen noch die anderen deutschen Börsen, die nicht notierten Effekten und die Kuxe. Wollten wir den gesamten Kapitalbedarf, wie er allein bei Montanpapieren nur für spekulative Zwecke benötigt wird, feststellen, so müßten wir zu obiger Summe einen hohen Zuschlag machen. Der Bedarf der Montanindustrie, gleich dem Nominalwert der 1895 schon notierten, ferner der bis 1900 zugelassenen Papiere, mit 10 % Aufschlag, macht demgegenüber nur aus 419 Mill.

Die Spekulation ist es also, die dem Kapitalmarkt Mittel entzieht, nicht die Industrie. Ja sogar führt diese dem Markte Mittel zu. Wie viel? (S. 44.) Die an der Berliner Börse am 1. April 1900 notierten Montanaktien haben nach dem Kurs dieses Tages einen Wert

von	2086 Mill.	Davon 6 % Dividende	125 Mill.
Die Obligationen machen aus	234 „	„ 4 % Zins . .	9 „
		Zufuhr zum Markt	134 Mill.
Kapitalreinanspruch nach den Berliner Zulassungen im Jahr 1899			117 „

Also führt die Montanindustrie dem „Markt“ mehr zu, als sie wieder wegnimmt. Dieser Eindruck wird nun noch verstärkt durch folgende Zahlen (S. 45—47):

Steigerung der Produktion im Bergwerks- und Hüttenbetrieb nach der Reichsstatistik von 1898 auf 1899	426 Mill. M.
In diesen 426 Mill. rührt ein Teil lediglich von der Steigerung des Preises her und ist „immaterieller Art“. Die Mehrproduktion zum Preis von 1898 berechnet, ergibt nur	226 „ „

Diesem „Reinbetrag an Wirtschaftsgütern“, der von der Montanindustrie dem „Markt“ durch Mehrzufuhr neu zur Verfügung gestellt wurde, steht gegenüber der Kapitalbedarf dieser Industrie mit 126 Mill. M., also 100 Mill. weniger. Somit ergibt sich (S. 48): „In dem stärksten Emissionsjahr der jüngsten Periode hat die Montanindustrie an der Börse ein Kapital von 126 Mill. M. beansprucht. Dieser Betrag wird durch die Dividende eines einzigen Jahres nicht nur voll gedeckt, sondern erheblich übertroffen. Auf nahezu das Doppelte dieser Summe beläuft sich dann der Betrag, den die Montanindustrie durch die reine (effektive) Produktionssteigerung eines Jahres dem Markte zugeführt hat.“ Bei den übrigen Industriegruppen werden ähnliche Berechnungen angestellt.

Man bedenke: Produktionssteigerung ist ein Teil des Rohertrags, ohne allen Abzug von Kosten. An die Tatsache, daß dieser Rohertragsteil höher ist als der Emissionsbedarf, knüpft Eberstadt die Folgerung: die Industrie führt zum Markt mehr Kapital zu als ab! Wozu diese Produktionssteigerung überhaupt berechnen, nachdem doch die Dividendeausschüttung angegeben ist, in der alle etwaigen Erfolge einer Produktionssteigerung inbegriffen sind? Weiter: Spekulationsgewinne des Effektenhändlers sind nach Eberstadt in ihrer ganzen Höhe Kapitalverbrauch; Dividendegewinne des Aktionärs aber werden in ihrer ganzen Höhe als Kapitalzufuhr ausgegeben! Zunächst wird gar mancher Aktionär einen Teil seiner Vermögensrente zur Fortsetzung seines Lebens benutzen und nur für den verbleibenden Rest der Rente sich die Anlage in Wertpapieren überlegen. Nur dieser Teil der Rente stellt für den Markt Kapitalzufuhr dar. Es wäre eine gefährliche Situation, wenn der Emissionsbedarf unserer Aktiengesellschaften sich nach den Summen ihrer Dividenden und Zinsen bemessen würde. Umgekehrt kann Spekulationsgewinn nicht einfach als Kapitalabsorption angesehen werden. Gerade diese Art von Gewinnen wird vermutlich zur Anlage oder weiteren Spekulation in Effekten verwendet und steht dem Markte zu einem Teil wieder zur Verfügung. Die Kursgewinne sind ebenfalls auf besondere Art und Weise errechnet. Eine Gesellschaft, nehmen wir an, führe ihre Aktien in Höhe von 10 Mill. M. Nominal an der Börse ein; sie erzielen heute den Kurs von 150, in einem Jahr 170 %. Wenn ich dem Kurswert der Aktien von 15 Mill. den späteren Kurswert von 17 Mill. gegenüberstelle und die 2 Mill. Differenz als Spekulationsgewinn bezeichne, ist die Voraussetzung, daß alle Papiere die Kurssteigerung realisieren, also eigentlich das ganze Unternehmen zum Verkauf kommt. Diesen Fall nimmt Eberstadt nicht bloß für ein Unternehmen oder einen Industriezweig einmal als gegeben an, sondern mehrere Male, und zwar für alle von ihm behandelten Aktien, während doch eine Kursnotiz oft auf ganz geringem Umsatz zustande kommt. Im übrigen ist „die Kursentwicklung in allererster Linie von dem jeweiligen und wechselnden inneren Werte der betreffenden Papiere, also von dem Stand

der Unternehmungen und weder lediglich noch auch nur zum größten Teil von der Spielsucht abhängig“ [1]), wie es nach Eberstadt scheinen könnte. Das wird an anderer Stelle von ihm selbst zugegeben: wo aus dem Kurswert der Aktien 6 % Dividende gerechnet werden, zur Feststellung des von der Industrie dem Markt zur Verfügung gestellten Kapitals. Damit ist an dieser Stelle der Kurs plötzlich abhängig vom Ertrag und nicht mehr von der Spekulation. Selbst wenn wir im übrigen uns darauf beschränken wollten, nur die beim Vertrieb der Effekten erzielten Kursaufschläge der Banken zu berechnen, so müßten diesen immer noch ein Teil der allgemeinen und die speziellen Selbstkosten gegenübergestellt werden, um von den Emissionsgewinnen ein richtiges Bild zu erhalten. Die Berechnung der Gewinne auf Grund von Kursdifferenzen ergibt nur die Roherträge. Wir sehen: die Zahlen Eberstadts vermögen für irgendwelchen Zustand des Kapitalmarktes nicht annähernd eine Erklärung zu geben. Bleibt noch die Frage, die wir nach unseren bisherigen Erörterungen über die Zulassungsstatistik stellen müssen: kann überhaupt der industrielle Kapitalbedarf eines Jahres aus der Summe der Börsenzulassungen dieses Jahres entnommen werden?

Bankenquete.

An Eberstadt bei der Ermittlung dieses Kapitalbedarfs zum Teil anknüpfend, beantwortet sich der Bearbeiter der Statistik der Bankenquete die Frage so: die Börsenzulassung gibt ein unvollständiges Material, da der Geld- und Kapitalmarkt auch außerhalb der Börse durch Emissionen in Anspruch genommen wird (S. 250 3. Abs.). Es handelt sich also hauptsächlich darum, das Quellenmaterial über die Zulassung hinaus zu erweitern. Im übrigen aber gelte die Forderung, die Eberstadt aufgestellt hat: soll das Bild von der wirklichen, zahlenmäßigen Inanspruchnahme des Markts durch Emissionen seitens der einzelnen Zweige des Wirtschaftslebens nicht verschoben werden, so muß bei der Berechnung des Realbetrags der emit-

[1]) Rießer, Die deutschen Großbanken und ihre Konzentration. Jena 1910, 3. Auflage, S. 287.

tierten Papiere der Begebungskurs, d. h. Übernahme- oder Subskriptions- und nicht der Börseneinführungskurs, in Ansatz gebracht werden. Zwar belastet die spätere Kurssteigerung den Geld- und Kapitalmarkt; doch ist dies keine Folge der Emission, sondern der Spekulation und somit bei der Feststellung des Emissionsbedarfs außer acht zu lassen. (S. 251/52, Materialien der Bankenquete.) Wir treffen auch hier die Vorstellung an, daß man, auf den Ursprung der Emission, d. i. den Kapitalbedarf der privaten und öffentlichen Wirtschaften zurückgreifend, diesen ermitteln könne aus der Höhe der Wertpapierausgabe, sofern man nur die spätere rein spekulative Kurssteigerung ausschalte. Daneben allerdings weist der Statistiker der Bankenquete auf die problematische Seite der Emissionsziffer hin, sofern man daraus die Belastung des Geld- und Kapitalmarktes ablesen wolle (S. 256). Als Beispiel werden folgende Fälle angeführt: eine Gesellschaft nimmt eine Kapitalerhöhung vor. Der Übernahmepreis wird von den Aktionären durch Abtretung des Dividendeanspruchs beglichen. Ist der Geldmarkt belastet worden? Der Kapitalmarkt? Eine andere Gesellschaft erwirbt Grundbesitz und hat zu diesem Zweck Wertpapiere ausgegeben. Wird der Vorbesitzer mit dem Barerlös der Emission entschädigt, so liegt wohl eine Belastung des Geldmarkts vor; er wird aber alsbald für seine Barsumme Anlage suchen, so daß das dem Markt entzogene Kapital wieder als Angebot auftritt und von einer Belastung des Kapitalmarkts nicht geredet werden kann. Wird er aber durch Überlassung der neu emittierten Papiere abgefunden, dann liegt wohl für den Statistiker eine Erhöhung der Emissionsziffer vor, aber weder eine Belastung des Geld- noch des Kapitalmarkts. Ähnliche Bedenken ergeben sich auch, wenn bestehende Unternehmungen in Aktiengesellschaften umgewandelt werden. Auch hier ist Barentschädigung oder Abfindung durch Überlassung der neu geschaffenen Effekten möglich[1]). Davon abgesehen, sei noch notwendig, die dem Geld- und Kapitalmarkt aus der Amortisation der Wertpapiere wieder zufließenden Summen in Abzug zu bringen, was

[1]) Auf die diesbezüglichen Irrtümer in der Interpretation der Emissionsziffer hat Lotz hingewiesen in „Technik des deutschen Emissionsgeschäfts". Leipzig 1890.

nach dem heutigen Stand der Statistik nicht möglich sei. Die Tendenz des Statistikers der Bankenquete ist, durch Hinweis auf schwierig zu beurteilende Fälle den Leser bei der Verwendung der Emissionsstatistik vorsichtig zu stimmen. Im übrigen aber wird als möglich angesehen, daß sich aus den Emissionen der jährliche Kapitalbedarf von Staat und Industrie ablesen läßt, sofern man die Zwischengewinne des Effektenhandels ausschaltet und bloß die Beträge einstellt, die der Aussteller der Papiere erhalten hat.

Im Zusammenhang mit der Frage nach der Größe des Nationalvermögens und des davon in Effekten angelegten Teils sucht Biermer[1]) den jährlichen Zuwachs an Wertpapieren mit Hilfe der Statistik des Ökonomist festzustellen. Die Emissionsziffer, Inland und Ausland zusammen, wird mit ihrem Kurswert gleich dem jährlichen Vermögenszuwachs gesetzt. Allerdings lasse sich nicht angeben, welcher Betrag dieser Anlage lediglich auf Abstoßung älterer Werte zurückzuführen sei. Aus unseren statistischen Untersuchungen wissen wir, daß die Zulassungsstatistik des Ökonomist bei Feststellung der Zahl der Emissionen möglicherweise zu hohe Beträge als emittiert ausweist. Die Berechnung der Kurse ist ferner beim Ökonomist im Durchschnitt zu hoch. Einigermaßen ausgleichend wird allerdings wirken das Fehlen einer Reihe von Zulassungen der kleineren Plätze. Während bei Eberstadt und dem Statistiker der Bankenquete aus den Ziffern der Kapitalbedarf der Industrie und öffentlichen Körper abgeleitet wird, schließt Biermer aus der Zulassungsziffer des Ökonomist auf die Höhe der Vermögensanlage in Effekten, auf die Summe der Ersparnisse.

F. Was läßt sich aus den Zahlen schließen? Beurteilung der Methoden.

Wir sehen: der Ausgangspunkt für die Deutung der Zahlen einer Emissionsstatistik ist die Tatsache, daß flüssiges Kapital in Effekten angelegt, anderseits Kapitalbedarf gedeckt wird durch Ausgabe von Wertpapieren. Nehmen wir einen für

[1]) Die finanzielle Mobilmachung. Vorträge. Gießen 1913. S. 17.

den Statistiker günstig gelagerten Fall aus den Industrieemissionen. Eine Erwerbsgesellschaft beschließt, einen neuen Betrieb zu errichten oder einen bestehenden zu erweitern. Die notwendigen Kapitalien sollen beschafft werden auf dem Wege der Aktien- oder Obligationenausgabe. Man tritt mit einer Bankgruppe in Verbindung, welche die Effekten zu festem Preise übernimmt und den Gegenwert alsbald nach Abschluß des Vertrags der Gesellschaft zur Verfügung stellt. Diese hat bereits mit Neu- und Erweiterungsbauten begonnen und verwendet nach Bedarf ihr Emissionsguthaben zur Deckung der Kosten. Die Banken legen die übernommenen Effekten im vollen Betrag zur Zeichnung auf, führen die Papiere an der Börse ein, und noch ehe das Jahr zu Ende ist, sind alle Stücke losgeschlagen. Jede der drei Methoden, nach der Zulassung, nach der ersten Ausgabe (Übernahme) und nach der Placierung der Papiere wird in diesem Falle den gleichen Betrag ausweisen. So wird man sich die Emissionsziffer überhaupt auf den ersten Blick als die jährliche Vermögensanlage in Wertpapieren deuten, der anderseits eine Zunahme des gesamten werbenden Vermögens um den gleichen Betrag entspricht. Bei den Emissionen der öffentlich-rechtlichen Körper wird man etwa daran denken, daß der Staat mit dem aufgebrachten Kapital sein Eisenbahnnetz vergrößert, die Provinzen Kleinbahnen bauen, Brücken, Kanäle, Landstraßen anlegen, die Städte Licht- und Kraftlieferung übernehmen. Aber schon hier bemerken wir, daß zwar die Höhe des Emissionsbetrags den Anschaffungspreis dieser Güter vorstellen kann, daß aber dem gesamten produktiven Vermögen des Volks wahrscheinlich nicht in der gleichen Höhe Kapital zugewachsen ist. Der Bau der Verkehrsmittel setzt ausgedehnte Grundstückskäufe voraus. Diese Grundstücke dienten schon vorher der Produktion und stehen als Kapitalsummen in den Bilanzen der bisherigen Eigentümer; sie werden nunmehr nur einem anderen Produktionszweck, einer anderen Wirtschaft zugeführt. Ferner kann die Übernahme der Licht- und Kraftlieferung durch die Gemeinde auf der Errichtung neuer Werke beruhen; die Gemeinde kann aber zu diesem Zweck auch bereits bestehende Betriebe aufkaufen. Es läßt sich schon hier beobachten, daß

die Emissionsziffer nicht im vollen Betrag den Zuwachs an werbendem Volksvermögen zu bedeuten braucht. Damit aber auch nicht ihrer ganzen Höhe nach die Festlegung von Ersparnissen. Die Vorbesitzer der genannten Produktionsmittel, des Grund und Bodens, der Elektrizitätswerke usw. werden entweder aus den durch die Emission aufgebrachten Geldern entschädigt oder nehmen selbst Staats- oder Gemeindeobligationen in Zahlung. Damit stellt ein Teil des Emissionsbetrags nicht die Investierung von Ersparnissen, sondern die Umwandlung bestehenden Privateigentums in Wertpapierbesitz dar.

Sehen wir uns weiter um, wozu die öffentlichen Verbände ihre Gelder verwenden: der preußische Staat emittiert Anleihen zur Beförderung deutscher Ansiedlungen in den Provinzen Westpreußen und Posen, zur Erhöhung des Grundkapitals der preußischen Zentralgenossenschaftskasse, zum Erwerb des Bergwerks Herzynia; die preußischen Rentenbanken zur Ablösung von Reallasten und zur Errichtung von Rentengütern, die Provinzen und Städte zu Grundstückskäufen, Westfalen z. B. zur Beschaffung des für die Landesbank erforderlichen Betriebskapitals. Ebenso finden wir auch bei den übrigen Ausstellern von Wertpapieren eine Verwendung des Emissionserlöses, die in der Hauptsache zunächst Kapitalverschiebungen zur Folge hat: Terraingesellschaften emittieren zur Mobilisierung von Grundbesitz, Banken zur Übernahme fremder Privatbankgeschäfte, eine Schiffahrtsgesellschaft z. B. gibt für die von einer anderen Linie übernommenen Schiffe ihre Aktien in Zahlung. Von sonstigen industriellen Gesellschaften werden Aktien oder Obligationen ausgegeben zur Ablösung von Hypotheken, zur Abstoßung von Bankschulden, zur Entschädigung der Vorbesitzer bei Umgründung privater Unternehmungen in Aktiengesellschaften, zur Übernahme von Gesellschaften mit beschränkter Haftung usw., zur Ablösung von Gründerrechten, zum Ankauf von Bergwerkskuxen. Auch bei der Ausgabe von Pfandbriefen der Hypothekenbanken ist der Zweck nicht immer eine Neuinvestierung von Kapital, also etwa Baukredit bei Beleihung städtischen und Meliorations- und Betriebskredit bei Beleihung ländlichen Grund und Bodens. Ein Teil der Hypothekardarlehen wird lediglich zum Erwerb des Bauplatzes ver-

wendet[1]). Die durch die Emission der landschaftlichen Pfandbriefe aufgebrachten Gelder dienen der Landwirtschaft zum größten Teil als „Besitzkredit“[2]), d. h. zu Erwerb oder Erweiterung eigenen Grundbesitzes oder bei Erbschaftsregulierungen zur Abfindung der weichenden Erben. Bei der ostpreußischen Landschaft werden, wenn die Gutsbesitzer die Verschuldungsgrenze ins Grundbuch eintragen lassen, Pfandbriefe ausgegeben, um die im Grundbuch nach der Pfandbriefschuld eingetragenen Hypothekenschulden abzustoßen[3]). Wir sehen: in einer Menge von Fällen werden die mittels Effektenemission aufgebrachten Gelder zu Kapitalverschiebungen verwendet, nicht zur Erstellung neuen Produktivvermögens. Immer ist dann die Möglichkeit gegeben, daß die Vorbesitzer der schon bestehenden Produktionsmittel sich mit Effekten entschädigen lassen; soweit dies nicht geschieht, muß damit gerechnet werden, daß sie mit der erhaltenen Barentschädigung als Kapitalangebot auf dem Effektenmarkt auftreten.

Wie groß man sich die Summen zu denken hat, die aus den angegebenen Gründen von der Emissionsziffer in Abzug zu bringen sind, sofern sie neue Festlegung von Kapital vorstellen soll, darüber lassen sich erschöpfende Angaben nicht machen. Für Industriewerte seien einige Zahlen angedeutet. Von den 303 Mill. nominal der im Jahre 1908 an der Börse zugelassenen Aktien, stellen 50 Mill. Umgründungen dar, 38 Mill. dienen zur Angliederung fremder Unternehmungen (nicht Aktiengesellschaften), zum Ankauf von Kuxen usw. Diese Feststellungen können aber nicht als vollständig betrachtet werden; sie greifen nur das leicht Erreichbare heraus.

---

[1]) Joseph Eßlen, „Konjunktur und Geldmarkt 1902 bis 1908“, Stuttgart-Berlin 1908, S. 95, schätzt diesen Teil auf ein Drittel der gesamten Darlehenssumme.

[2]) Freih. v. Cetto-Reichertshausen in der Bankenquete 1908/09. Verhandlungen der Gesamtkommission zu I bis V, Berlin 1909, S. 164. Vgl. dazu W. v. Brünneck, Die Pfandbriefsysteme der preußischen Landschaften, Berlin 1910, S. 270, wonach z. B. die westfälische Landschaft ein Zweigsystem angegliedert hat zur Erleichterung der Auseinandersetzung der Anerben mit den übrigen Erben und deren Abfindung.

[3]) W. v. Brünneck a. a. O. S. 334 ff.

Nach einer Statistik der Vierteljahrshefte des Kaiserlichen Statistischen Amts über die Bestandsänderungen der Aktiengesellschaften machen in Millionen Mark nominal aus:

Jahr	die Neugründungen	die Kapitalerhöhungen
1907	260	423
1908	162	437
1909	240	497
1910	260	592
1911	235	580
1912	246	743

Davon wurden gewährt an Aktien für Sacheinlagen (ganze Unternehmungen, Grundbesitz, Patente):

Jahr	bei den Neugründungen	bei den Kapitalerhöhungen
1907	164	9
1908	72	9
1909	103	12
1910	92	30
1911	85	33
1912	102	22

Dabei ist daran zu erinnern, daß in einer solchen Statistik nicht alle Gründungen enthalten sind, deren Zweck die Einbringung von Vermögensobjekten ist. Mitunter, zur Umgehung der schärferen handelsrechtlichen Vorschriften bei der Sachgründung (qualifizierten Gründung), werden zunächst die Gesellschaften als Bargründung ins Handelsregister eingetragen, erhöhen aber ihr Kapital beträchtlich alsbald nach der Gründung zum Zwecke der Übernahme der sonst als Sacheinlagen zu bezeichnenden Objekte[1]). Bezüglich der öffentlich-rechtlichen Verbände sind mir keine Zahlen bekannt, die den Grad des Übergangs bestehender Privatbetriebe usw. in den Besitz dieser Verbände und die zu diesem Zweck veranstalteten Emissionen andeuten könnten.

Zu der Tatsache, daß neben der Neuinvestierung die bloße Mobilisierung vorhandenen Besitzes einhergeht, kommt nun noch

[1]) Beispiele siehe „Die Bank“ 1909 März, S. 287.

eine weitere hinzu, die ebenfalls bewirkt, daß die Ausgabe von Effekten nicht dem vollen Betrag und nicht der Zeit nach als Festlegung der jährlichen Ersparnisse gedeutet werden darf: zwischen das Sparerpublikum und die Industrie sind eingeschoben die Banken und sonstiges Finanzkapital. Beide haben ihre flüssigen Mittel, wenigstens zu einem großen Teil, selbst durch Effektenausgabe aufgebracht; das Kapital ist von der Statistik gezählt. Soweit diese Gesellschaften neu ausgegebene Effekten übernehmen und davon einen Teil dauernd vom Weiterverkauf ausschließen zwecks eigener Kapitalanlage, ist offenbar die gleiche Kapitalsumme doppelt gezählt, sofern in die Statistik die Effektenausgabe in ihrer vollen Höhe eingestellt wird. Nicht bloß im Anschluß an die Übernahme von neuen Effekten erwerben sich Banken und sonstige bestehende Gesellschaften Wertpapiere für eigenen Besitz; sie kommen auch als Zeichner, bezugsberechtigte Aktionäre und überhaupt als Käufer in Betracht bei der Placierung; gelegentlich werden wohl auch im Handel an der Börse Ankäufe gemacht, abgesehen von den Interventionen. Die Gründe, die zur Übernahme fremder Wertpapiere veranlassen, sind dieselben, die zur vertikalen und horizontalen Konzentrationstendenz der Industrie führen. Man sichert sich geschäftlichen Einfluß durch diesen Effektenbesitz, der insoweit im wesentlichen Aktienbesitz sein dürfte, d. h. Beteiligung an fremden Unternehmungen. So läßt sich unterscheiden[1]) zwischen Beteiligung an Unternehmungen derselben Art, Beteiligung an rohstofffliefernden oder an weiterverarbeitenden, sowie an Handels- und Transportunternehmungen. Dazu kommt noch die Beteiligung der Banken an gewerblichen Betrieben. Bei den Banken kann die schwierige Stellung des Statistikers am deutlichsten dargelegt werden. Während die Industrie ihre Kapitalien aufnimmt, um sie in ihren Betrieben festzulegen, und nur ein kleiner Teil des gesamten Kapitals selbst wieder Anlage in Wertpapieren sucht, wird bei den Banken das Kapital lediglich zu dem Zweck zusammengebracht, um es wieder zur Verfügung zu stellen. Auch der Einfluß einer Emission von Bank-

[1]) Liefmann, Beteiligungs- und Finanzierungsgesellschaften. 2. Auflage, Jena 1913.

aktien auf Geld- und Kapitalmarkt ist damit offenbar ein ganz anderer als der der übrigen Emissionen.

Mit diesen und ihren sonstigen Mitteln sind die Banken nun in der Lage, der Industrie in mehreren Formen Kredit zu gewähren: auf dem Wege des Lombard-, Report-, Akzept-, Diskont- und Kontokorrentgeschäfts. „Das vorsichtige schritt- und etappenweise Vorwärtsstreben des industriellen Privatunternehmens oder der vielleicht mit Hilfe der Bank bereits begründeten industriellen Aktiengesellschaft zu immer höheren Zielen wird durch einen allmählich sich steigernden Kontokorrent- und Akzeptkredit zunächst soweit gefördert, als die vorhandenen jährlichen Betriebsüberschüsse zur Herstellung der notwendigen Um- und Neubauten nicht hinreichen. Hierdurch wird das Unternehmen sachgemäßerweise nur mit so viel Zinsen belastet, als dies dem jeweiligen Stande der Verbesserungen oder Erweiterungen entspricht. Erst als naturgemäßer Schluß einer solchen gesunden und organischen Entwicklung stellt sich dann die Notwendigkeit größerer und dauernder Anlagekredite für das nun verstärkte Unternehmen ein und damit die Notwendigkeit einer Aktien- oder Obligationenemission“ [1]). „Das industrielle Emissionsgeschäft ist der Schlußstein des gewaltigen Gebäudes der industriellen Beziehungen zwischen Banken und Industrie, dessen Grundstein das Kontokorrentgeschäft bildet“ [2]). Diese engen Beziehungen zwischen Banken und Industrie einerseits, die bereits geschilderte besondere Stellung der Emission von Bankaktien auf dem Kapitalmarkt und die Verflechtung einer Unternehmung mit der anderen durch Effektenbesitz bringen es mit sich, daß die Ausgabe von Wertpapieren der Höhe nach und der Zeit nach bei der Industrie nicht zusammenfällt mit der Investierung der flüssigen Summen, mit der Erweiterung der Produktionsmittel, die später die Grundlage der Aktien- und Obligationenemission bilden. 1. Der Höhe nach nicht, weil zum Teil schon bei der Übernahme, zum Teil bei der Placierung Kapitalien von Gesellschaften beteiligt sind, die sich selbst ihre Mittel aus der Tasche der

[1]) Rießer, Die deutschen Großbanken und ihre Konzentration. 4. Auflage, Jena 1912, S. 304.

[2]) Desgl. S. 302.

Sparer geholt haben (die somit bereits gezählt sind vom Statistiker); zum Teil kaufen diese Gesellschaften Papiere im freien Markt auf und geben damit anderes (ebenfalls schon gezähltes) Kapital wieder frei. Die Beziehung ist aber nicht genau die, daß hier eine glatte Doppelzählung vorliegt; den Gesellschaften stehen außer dem Aktienkapital noch eigene Mittel (Reserven) und besonders bei den Banken fremde Mittel zur Verfügung, wobei dann freilich zu bedenken bleibt, daß die Reserven selbst aus einem von der Emissionsstatistik zum Teil schon gezählten Kapital zustande kommen, dem Aktienagio. 2. Der Zeit nach nicht, weil in vielen Fällen die industriellen Effekten lediglich zur Abstoßung von Bankkredit dienen, gelegentlich auch von Hypothekenschulden. Damit ist der Versuch Eberstadts erledigt, den Kapitalbedarf der Industrie für ein bestimmtes Jahr aus der Börsenzulassungsziffer zu berechnen. Taugt dazu schon eine Statistik der Effektenausgabe nicht, welche die Papiere sofort bei ihrer Entstehung erfaßt, so noch viel weniger eine solche der Zulassung, die gerade bei der Industrie oft erst Jahre auf die Ausgabe oder die Emission der Papiere nachfolgt.

Im Jahre 1908 z. B., das ich näher untersucht habe, dienten bei der größten Aktienemission, die zur Börse angemeldet wurde, derjenigen der Deutsch-Luxemburgischen Bergwerks- und Hüttenaktiengesellschaft, vom Gesamtbetrag in Höhe von 18 Mill. 4 Mill. zur Durchführung einer Fusion, 14 Mill. zur Ablösung von Bankschulden. In zahlreichen sonstigen Fällen, bei Obligationen und Aktien, ist ein Teilbetrag der Emission für Abstoßung von Schulden verwendet worden. Dazu kommt noch, worauf Rießer aufmerksam macht, daß die Industrie nicht bloß auf dem Wege der Emission sich ihre Mittel verschafft, sondern auch noch durch die bereits geschilderten sonstigen Beziehungen zu den Banken. In einer Emissionsstatistik mögen diese auf anderem Weg als durch Effektenemission von den Banken an die Industrie abgeführten Kapitalien zum Teil gezählt sein dadurch, daß die Emission von Bankaktien gleich den sonstigen Papieren als Kapitalinvestierung registriert wird. Bankaktien sind unter diesem Gesichtspunkt für den Statistiker Gelder, von denen sicher ist,

daß sie Verwendung in der Industrie finden, aber unsicher, wo. Zum Teil trifft dies auch auf die durch Pfandbriefe aufgebrachten Kapitalien zu. Man wird sie sich dem Bau-, Meliorations- und landwirtschaftlichen Betriebskredit zugeführt denken. Abgesehen davon, daß ein Teil dieser Gelder für den Grunderwerb Verwendung findet, also zum Teil zunächst flüssig bleibt, ohne daß die definitive Anlage sich verfolgen läßt, ist zu beachten, daß die durch Pfandbriefemission aufgebrachten Summen nicht bloß den genannten Zwecken zugeführt werden, sondern, ebenfalls unter hypothekarischer Sicherung durch städtische und ländliche Objekte, vielfach Gewerbe und Industrie, soweit diese den Weg der Obligationenausgabe oder des Kontokorrentkredits nicht beschreiten wollen und können[1]). Bleibt bei den Bankaktien ganz, bei den Pfandbriefen zum Teil der Standort der wirtschaftlichen Wirksamkeit der Kapitalien für den Emissionsstatistiker unsicher, so ist bei den übrigen Schuldnergruppen zunächst jedenfalls bekannt, wem bei, oder schon vor einer Emission die Gelder zugeflossen sind. Diese Industriezweige sind die unmittelbaren Empfänger der Summen. Es fragt sich aber, ob mittelbar, indem sich diese Kapitalempfänger bei anderen Industriezweigen beteiligen durch Aktienerwerb, die endgültige Kapitalverteilung nicht eine andere ist als unmittelbar. Diese Frage spielt für die Emissionsstatistik der Frankfurter Zeitung und des Ökonomist deshalb keine Rolle, weil sie die Industriezweige nicht ausgliedern. In den Vierteljahrsheften des Kaiserlichen Statistischen Amtes wird jeweils eine solche Ausgliederung nach wirtschaftlichen Gesichtspunkten vorgenommen und die Industrie in etwa 25 Gruppen geteilt; eine ähnliche Teilung nimmt Eberstadt in dem erwähnten Buche vor. Daß die in diesen beiden Publikationen aufgeführten Zulassungen noch nicht identisch sind mit den Emissionen, darüber sind wir orientiert. Man könnte immerhin daran denken, daß die Zulassungszahlen, wenn sie auch für sich genommen nicht identisch sind mit dem Kapitalanspruch der einzelnen Gesellschaften, so doch in ihrem gegen-

[1]) Eustach Mayr, Kapitalbedarf und Kapitalbeschaffung der Industrie in Mannheim, Ludwigshafen a. Rh. usw. Heidelberger Volkswirtschaftliche Abhandlungen Heft II S. 81.

seitigen Verhältnis die verschiedene Stellung der einzelnen Branchen zum Kapitalmarkt anzeigten. Soweit die Beteiligung durch Aktienbesitz innerhalb des gleichen Erwerbszweigs bleibt, wird diese Möglichkeit nicht gestört; soweit sich der Aktienbesitz aber auf rohstoffliefernde, weiterverarbeitende und Verkehrsunternehmungen erstreckt, ist nicht ausgeschlossen, daß die Gruppierung der Kapitalien nach ihren unmittelbaren Empfängern, den Ausstellern der Wertpapiere, andere Größen ergibt, als die nach ihrem Standort, dem Industriezweig ihrer Tätigkeit. Das mag auch auf die Höhe des Kapitalanspruchs, mit dem das Ausland in der Emissionsstatistik erscheint, nicht ohne Einfluß bleiben. Dieser Anspruch wird insoweit, als inländische Firmen durch Effektenbesitz am Ausland interessiert sind, in der Emissionsstatistik als inländischer Bedarf ausgewiesen. Ein großer Teil allerdings wird hier vermutlich in solchen ausländischen Unternehmungen bestehen, die lediglich Tochtergesellschaften deutscher Firmen darstellen, ganz in deren Besitz sind und in deutschem Interesse arbeiten, Abzweigungen vom inländischen Stammunternehmen, wie sie die neuere Patentgesetzgebung notwendig macht (in England z. B.), die eine Ausübung der Produktion in dem das Patent erteilenden Lande selbst verlangt, oder durch die Natur des Geschäfts erforderlich werden, wie bei den Banken.

Fragen wir schließlich noch nach den Summen, um die es sich bei diesen Beteiligungen handelt, so existieren darüber in Deutschland keine statistischen Erhebungen. Der ganze Prozeß der Verflechtung wird hier durch die Einkommensteuergesetzgebung aufgehalten, welche das Einkommen einer Aktiengesellschaft, auch wenn es aus der bereits versteuerten Dividende einer anderen Aktiengesellschaft fließt, abermals voll der Besteuerung unterwirft[1]). Liefmann (a. a. O.) gibt über die Ausdehnung dieses Prozesses in Amerika einige interessante Daten. Von den rund 18 Milliarden Dollars amerikanischer Eisenbahneffekten sind in den Händen von Eisenbahngesellschaften rund 5½ Milliarden, in den Händen des Publikums

[1]) Leo Blum, Die steuerliche Ausnutzung der Aktiengesellschaften in Deutschland. Münchner Volkswirtschaftl. Studien Nr. 108, Stuttgart-Berlin 1911, S. 114.

12½ Milliarden. Das in amerikanischen Eisenbahnen ursprünglich investierte Kapital beträgt auch nur etwa 12 Milliarden. Nach einer anderen Statistik existieren 1907 etwa 34½ Milliarden Dollars nominal amerikanische Effekten überhaupt, zehn davon im Besitz von Gesellschaften gehalten, die sich selbst durch Effektenausgabe Kapital beschafft haben. In Händen des Publikums sind etwa 24 Milliarden.

Für Deutschland müssen wir uns mit den Zahlen einzelner Gesellschaften begnügen. Nach einer Statistik der Frankfurter Zeitung (2. Morgenblatt 11. Juni 1913) über die deutschen Kreditbanken nach ihrem Stand am 31. Dezember 1912, die nur die Banken von 10 Mill. Aktienkapital an aufwärts enthält (50), ist der Effektenbesitz und die Beteiligung folgendermaßen gegliedert:

Effekten	640 Mill. M.
Konsortialbeteiligung	467 „ „
Kommandit- und sonstige Beteiligungen . .	438 „ „

bei einem Aktienkapital von zusammen 2678 Mill. M. Bei der Industrie müssen wir die Gesellschaften unterscheiden, bei denen der Zweck im wesentlichen oder zum großen Teil im Effektenbesitz besteht; solche gibt es nur in wenigen bestimmten Industriezweigen, wie z. B. der Elektrizitätsindustrie[2]). Daneben alle übrigen Aktiengesellschaften, von denen die größeren heute alle durch Effektenbesitz an anderen beteiligt sind (Liefmann). Bei den folgenden Gesellschaften z. B. stellt sich (nach Liefmann)

	bei einem Kapital von Mill. Mark (ohne Obligationenschuld)	die Beteiligung auf Mill. Mark
Zellstofffabrik Waldhof . .	15	26,9
Elberfelder Farbenfabrik . .	36	12,5
Badische Anilin- u. Sodafabrik	36	13,3
Norddeutsche Wollkämmerei	22,5	8
Deutsch-Luxemb. Bergwerksgesellschaft	100	20
Felten & Guilleaume, Karlswerk	55	35
Deutsche Gasglühlicht A.G. .	19,8	6,1

[2]) Über die Gründe vgl. neben Liefmann: Max Jörgens, Finanzielle Trustgesellschaften. Stuttgart-Berlin 1902.

Die Beispiele lassen sich durch einen Blick in das Handbuch der Aktiengesellschaften oder Salings Börsenpapiere beliebig vermehren. Von der gesamten durch den A.E.G.-Konzern ausgegebenen Effektensumme, die schätzungsweise nach Liefmann nicht unter einer Milliarde beträgt, bestehen zwischen 500 bis 600 Mill. M. in Effekten, die selbst wiederum nur auf dem Besitz von anderen Effekten beruhen[1]).

Betrachtet man nach allen diesen Überlegungen die Zahlen der Statistik über die Ausgabe industrieller Werte, so kann man sich des Eindrucks nicht erwehren, daß man hier gleichsam nur die Vorhut des Kapitalmarktes vor sich hat, eine sehr mobile Truppe, wenn nicht dazu aufgestellt, so doch dazu geeignet, dem Wirtschaftsstatistiker die Bewegung der kämpfenden „Masse" selbst, des Kapitals, zu verbergen.

Wie steht es danach mit der Möglichkeit einer Verwertung der Emissionsstatistik zu volkswirtschaftlichen Schlüssen?

Die Zahlen für das Inland. Bei der Zählung der neu entstehenden Wertpapiere kann sich der Statistiker für zweierlei interessieren: für die Zunahme dieser mobilen Vermögensform; ferner, die Wertpapiere nur als statistisches Hilfsmittel benutzend, für die Zunahme der Vermögensgröße.

Im ersteren Fall ergibt sich heute, daß der Anteil am Volksvermögen in steigendem Maße repräsentiert wird durch Wertpapiere[2]). In Hinsicht auf diese „Mobilisierung" des Volksvermögens bietet die Verwertung einer Statistik der Effektenausgabe (in der sämtliche neu geschaffenen Effekten voll zu zählen sind) nur die eine Schwierigkeit, daß sie die Tilgungen und den durch Liquidation und Konkurs entstehenden Abgang an Aktienwerten nicht berücksichtigt, die unter diesem Gesichtspunkt im vollen Betrag abgezogen werden müssen. Von einer Ausgestaltung der Bestandsstatistik an Wertpapieren, wie sie vom Kaiserlichen Statistischen Amt be-

[1]) Liefmann, 2. Auflage S. 479.

[2]) Ich verweise in dieser Beziehung auf die Ausführungen von Gustav Schmoller in der Einleitung zu den Statistischen Anlagen der Börsenenquetekommission 1892/93 S. VIII bis XI „Volksvermögen und Effektenbesitz".

reits für verschiedene Gattungen von Wertpapieren aufgemacht wird, ist ein vollständiger Einblick in den jährlichen Zuwachs an solchen mobilen Werten, in den jeweiligen Stand der Obligationenverschuldung zu hoffen.

Aus einer solchen, sämtliche neugeschaffenen Effekten umfassenden Statistik ist nun aber noch nicht entfernt ein Schluß zu ziehen auf die Höhe der Neuinvestierung von Kapital, d. h. auf die Zunahme der Größe des Volksvermögens. Emittieren heißt volkswirtschaftlich zunächst nur: flüssiges Kapital zentralisieren. Inwieweit im Gefolge einer Emission eine Neuinvestierung im gesamtwirtschaftlichen Sinn stattfindet, darüber entscheidet die Verwendung der durch die Emission aufgebrachten Gelder, und diese wird dem Statistiker nur in allgemeinen Zügen bekannt. In der Tatsache, daß er in diese Verwendung keinen näheren Einblick hat und sie nicht in allen Teilen verfolgen kann, liegt die Hauptschwierigkeit der Emissionsstatistik begründet.

Legt man also den Schwerpunkt nicht auf die Vermögensform, sondern auf die Vermögensgröße, auf die Frage, wieviel Kapital wurde, volkswirtschaftlich betrachtet, neu investiert, dann ergibt sich folgendes, wobei wir zum Teil das Erörterte zusammenfassend wiederholen:

Die durch Emission aufgebrachten Gelder dienen zwei Zwecken: neues Produktivvermögen zu errichten und vorhandenes, das seine Entstehung der Sparkraft vergangener Jahre verdankt, in den Dienst der öffentlich-rechtlichen Verbände und Großunternehmungen hereinzuziehen. In letzterem Fall liegt eine bloße Mobilisierung vorhandenen Besitzes vor; Kapitalneuinvestierung findet nur zu dem Betrage statt, um welchen die Produktionsmittel, zum Teil ganze Unternehmungen, beim Besitzwechsel zu einem über ihren bisherigen Buchwert hinausgehenden Preise bewertet werden. Die Emission kann hier entweder dazu dienen, die Vorbesitzer durch Überlassung der Wertpapiere zu entschädigen oder durch Barentschädigung abzufinden. Soweit sie letztere dem Effektenmarkt zuführen, kommt die Tatsache der bloßen Mobilisierung in der Steigerung der Emissionsziffer zum Ausdruck, die über die Höhe der zur Verfügung stehenden Ersparnisse hinausgeht. Soweit

die Barbeträge außerhalb des Effektenmarkts Anlage suchen, läßt zwar die Emissionsziffer der Höhe nach auf Ersparnisse schließen; doch wurden sie verwendet zur Herbeiführung eines Besitzwechsels, nach dessen Eintritt im übrigen unbekannt bleibt, wo die flüssigen Gelder Verwendung finden.

Der Emission der Wertpapiere steht gegenüber die Tilgung, durch welche beständig ein Teil der Effekten wieder aus dem Verkehr gezogen wird. Betrachten wir auch diesen Vorgang vom volkswirtschaftlichen Standpunkt aus, dann zeigt sich, daß ebenso wie nicht jede Entstehung eines Wertpapiers eine neue Investierung von Ersparnissen zu bedeuten hat, auch umgekehrt nicht jede Tilgung eines Wertpapiers mit einem Zurückziehen der Investierung identisch ist. Bei der Industrie wird „die Ausgabe von Obligationen zur Beschaffung der Mittel für, wenn auch länger dauernde, doch nach Ablauf einer gewissen Zeit sich erledigende Anlagen gewählt“ [1]). Sofern hier die Rückzahlung der Schuld im gleichen Grade erfolgt, als sich die durch die Obligationen beschafften Produktionsmittel abnutzen, kommt die Tilgung einem Zurückziehen des in dem betreffenden Unternehmen investierten Kapitals gleich; das in der Industrie tätige Vermögen sinkt in diesen Fällen um den Betrag der jährlichen Rückzahlungsquote. Gewisse Produktionsmittel werden allerdings, wie Grund und Boden, Gebäude, eine Abnutzung nicht oder nicht in dem Grade aufweisen, als Schulden getilgt werden. Es wird schwer sein, im einzelnen Fall eine Tilgung zahlenmäßig zur Abnutzung eines bestimmten Aktivpostens in Beziehung zu setzen, da das Unternehmen eine Einheit bildet, bei der die gesamten Aktiven den Passiven gegenüberstehen. Nehmen wir aber im ganzen die Annahme Rießers zur Grundlage, dann hat bei der Industrie im allgemeinen die Obligationentilgung zu bedeuten, daß die ehemals auf diesem Wege zugeführten Kapitalien wieder zurückströmen, daß der Gesamtbestand des werbend tätigen Vermögens um diese Beträge kleiner wird. Sie stellen keine neuen Ersparnisse dar und die Anlage dieser Gelder in Wertpapieren bedeutet ledig-

[1]) Rießer, Großbanken, 4. Auflage S. 306.

lich eine Wiederanlage, keine Neuanlage, muß also von der Emissionsstatistik in Abzug gebracht werden. Insoweit ist es richtig, wenn zur Beurteilung der Belastung des Markts und der Höhe der Neuinvestierung die Tilgungen abgezogen oder vielmehr als abzuziehend gedacht werden. Soweit nun aber die Obligationen der öffentlich-rechtlichen Körperschaften und die Pfandbriefe in Betracht kommen, ist die volkswirtschaftliche Bedeutung der Tilgung eine andere. Soweit beim Staat und den Gemeinden die Tilgungsquoten aus Steuereingängen bestritten werden, liegt jedenfalls das Ergebnis einer wenn auch erzwungenen Spartätigkeit vor. Jeder Schuldner, der aus dem Reinertrag tilgt, wird von seinem Standpunkt diese Spartätigkeit so auffassen, daß er das ehemals geliehene Kapital zurückerstattet, an dessen Stelle er aus seinen Reinerträgen eigenes Kapital setzt. Es fragt sich aber, ob die Natur gewisser Anlagen eine Abnutzung und damit ein Wiederflüssigwerden des Kapitals und ein Herausnehmen aus dem Betrieb immer gestattet. Bei den Hypothekendarlehen, soweit sie zu Bau-, Meliorations- und Besitzzwecken verwendet wurden, hat das Schuldentilgen fast zum vollen Betrag Spartätigkeit zu bedeuten. In allen diesen Fällen wird die Rückzahlung aus dem Reinertrag geleistet, das bestehende Erwerbsvermögen erfährt keine Verringerung; soweit diese Tilgungsgelder als Angebot auf dem Markte auftreten und in Wertpapieren angelegt werden, stellen sie volkswirtschaftlich die Neuinvestierung von Kapital dar, und sofern man die Emissionsziffer in diesem Sinne verwenden will, dürfen in diesen Fällen die Tilgungen nicht abgezogen werden. In der Emissionsstatistik trifft es sich unglücklicherweise so, daß gerade dort, wo Tilgen gleich Sparen ist und wo viel getilgt wird, bei den Pfandbriefen, die zurückgezahlten Obligationen abgezogen sind. Der Rückfluß wird allerdings zu einem kleinen Teil auch aus Anlagewechsel des Publikums bei Unbeliebtheit eines Zinstypus resultieren.

Bei der Industrie hat also im allgemeinen das Tilgen einen Rückgang der Investierung zu bedeuten. Hier muß, wenn der der Industrie neu zugeführte Betrag nicht viel zu hoch erscheinen soll, der Rückfluß von der Neuausgabe ab-

gezogen werden. Das gilt unbeschadet der Erkenntnis, daß der Kapitalanspruch oft viel früher auftritt, als die Ausgabe der Papiere. Aus früheren Erörterungen wissen wir, daß gerade bei der Industrie die Tilgungen sehr stark sind (siehe S. 83/84). Erinnern wir uns nun weiter, daß ein beträchtlicher Teil der Industriepapiere auf bloße Mobilisierung von bestehendem Besitz ohne neue Kapitalansprüche zurückgeht, so erhellt: unter dem volkswirtschaftlichen Gesichtspunkt der Neuinvestierung von Kapital sind die Zahlen für die Industrie bei der Effektenausgabe-, der Placierungs- und der Zulassungsstatistik wahrscheinlich stark zu reduzieren. Im übrigen erschweren mehrere Umstände eine auch nur annähernde Feststellung der Höhe dieser Neuinvestierung; sie ist zeitlich so wenig an die Ausgabe oder Emission der Effekten gebunden, daß es fraglich ist, ob die Stellung unserer Industrie, der Verlauf und die Höhe ihres Kapitalbedarfs in den Statistiken auch nur einigermaßen richtig zum Ausdruck kommt, fraglich, ob nicht gerade hier die Beschränkung auf diese eine Kreditquelle zu falschen Vorstellungen führen muß. Davon abgesehen wird bei der Industrie eine einwandfreie Zählung der durch die Emissionen aufgebrachten Kapitalbeträge dadurch erschwert, daß die Übernahme von Effekten durch eine Gesellschaft, die selbst ihr Kapital durch Effektenemission aufgebracht hat, zum Teil erfolgt mittels eines vom Statistiker bereits gezählten Kapitals; die Erfassung der Effekten bereits bei ihrer Ausgabe wird zum Teil Doppelzählung zur Folge haben. Ist die Abstoßung der Effekten im Gange, so bleiben doch oft noch Teilbeträge in den Händen der Banken oder sonstiger Aktiengesellschaften zum Zweck der Beteiligung an anderen Unternehmungen zurück, so daß die Placierung zwar zeitlich statistisch der richtige Moment ist, aber sobald der ganze Ausgabebetrag eingestellt wird, in Hinsicht auf die im Besitz der Banken usw. verbliebenen Stücke doch noch Doppelzählung vorliegt. Wir sehen: von den drei Stadien, in welche die Geschichte einer Emission sich teilt, der Investierung des Kapitals in den Betrieben, der Übernahme der Wertpapiere durch die Banken oder finanzierende Gesellschaften und

schließlich der Placierung der Effekten im Publikum läßt sich der Investierung in vielen Fällen nicht beikommen aus Gründen, die in den engen Beziehungen zwischen Bank und Industrie liegen; der Übernahme der Effekten nicht, weil sie Doppelzählung bedeuten würde. Bleibt als letzte Möglichkeit die Placierung. Sie hat zwei Vorteile: fürs erste wird dadurch nicht einfach der volle Betrag einer Serie in die Statistik eingestellt; nur soweit die Papiere ins Publikum kommen, werden sie berücksichtigt. Es dürfte also immerhin ein Teil der absichtlich im Eigenbesitz der Übernahmegesellschaften verbliebenen Effekten ausgeschaltet und damit Doppelzählung des Kapitals vermieden werden. Auch werden alle die Aktiengesellschaften nicht berücksichtigt, die erst im Stadium der Finanzierung sind. So erkläre ich mir, daß bei der Frankfurter Zeitung im Vergleich zum Ökonomist in 14 Jahren rund 1 Milliarde Aktien weniger registriert werden (S. 78). Denn das statistische Prinzip der Frankfurter Zeitung ist, wie wir wissen, nur die Placierungen aufzunehmen. Bei Aktienausgabe ist öfter ein Teil der Stücke vom Bezug ausgenommen; bei Zeichnungen, soweit sie aus Umgründungen hervorgehen, wird nicht der volle Betrag aufgelegt. Zu einem Teil allerdings mag obige Differenz auch die Folge der Praxis der Frankfurter Zeitung sein, daß sie „Einführungen", wenn der abgesetzte Betrag nicht bekannt wird, überhaupt nicht einstellt. Zum zweiten aber hat der Zeitpunkt der Erfassung bei dieser Methode für alle Papiere eine einheitliche Bedeutung, was von der Zulassung nicht gesagt werden kann. Damit beschränkt sich das Bestreben des Statistikers auf das, was unter den geschilderten Umständen sich einzig noch anstreben läßt: Zeitpunkt und Höhe festzustellen für den Abfluß von Sparkapital in das Gebiet des Finanzkapitals. Sind die Gelder dort angelangt, so entziehen sie sich infolge der mannigfachen Verwendungsmöglichkeiten zum Teil einer Gruppierung unter einem einheitlichen Gesichtspunkt, zum Teil aber der Beobachtungsmöglichkeit überhaupt. Auch die so gewonnenen Zahlen haben natürlich keine absolute Gültigkeit. Statistisch ist die Überwachung der Placierungen und die

Feststellung der Placierungskurse wohl immer nur annähernd erreichbar. Ein Teil der Emissionen wird auf Mobilisierung zurückzuführen sein; die Effektensubstitution und damit die Doppelzählung läßt sich nicht vollständig ausschalten, weil die Aktiengesellschaften immer auch als Zeichner usw. in Betracht kommen. Für unbrauchbar zu irgendwelchem Schluß auf die Höhe der Kapitalinvestierung halte ich, besonders bei der Industrie, die Statistik des Effektenstempels. Er zählt zunächst mechanisch die neu gedruckten Wertpapiere, enthält die Fusionen und sonstige Fälle, in denen lediglich ein Wertpapier an Stelle eines anderen tritt; vor allem ist dort die Effektensubstitution (Beteiligung) vollständig außer acht gelassen. Daß im übrigen auch die Zählung der Industrieeffekten bereits bei ihrer Übernahme, wie es beim Stempel geschieht, nicht die Zeit der Investierung wiederzugeben braucht, wissen wir. Bei den nicht industriellen Papieren ist der Kontakt zwischen Sparerpublikum und Ausstellern der Wertpapiere ein viel unmittelbarerer; die Banken kommen weniger als Kreditquelle in Betracht, denn als Hilfe beim Vertrieb der Effekten; aber auch dies stimmt nur dann, wenn ihnen die Abstoßung der übernommenen Effekten voll gelingt, was bekanntlich zu sehr hohen Beträgen bisweilen nicht der Fall ist (Beispiel siehe S. 32). Gegenüber der Zulassung hat die Placierung als statistisches Merkmal den Vorteil, daß sie Zulassung und Emission zeitlich und der Höhe nach trennt; die Zulassungsstatistik gibt nebeneinander die Papiere wieder, die erst im Stadium der Finanzierung, und solche, die bereits placiert sind; auch werden die Emissionen ohne Rücksicht auf die Effektensubstitution in voller Höhe eingestellt. In den achtziger Jahren, in denen die Statistik des Ökonomist ihren Anfang nimmt, mag seine Methode sehr gute Resultate geliefert haben; Emission und Börsenzulassung waren damals mehr wie heute zusammengehörige Dinge. Den heutigen Verhältnissen scheint mir aber die Methode der Frankfurter Zeitung besser zu entsprechen. Praktisch allerdings handelt es sich für den privaten Statistiker vor allem darum, die statistische Kurve, die die Tendenz der Entwicklung anzeigt, zu gewinnen, d. h. es genügt die relative Richtigkeit der Zahlen. Von diesem

Gesichtspunkt aus dürfte die Zulassung trotz ihrer Mängel auch heute noch verwertbar sein, sofern sie wie beim Ökonomist einer Bearbeitung unterzogen und besonders bei den Zulassungen ausländischer Papiere nicht wie in den Vierteljahrsheften auch die finanzielle Leistung anderer Volkswirtschaften mit addiert wird. Im Jahre 1908 kamen abzüglich Konversionen usw. zur Zulassung

in Deutschland inländische Papiere nominal	3389 Mill. M.
Zulassung von Pfandbriefen sind davon . .	847 „ „
bleiben	2542 Mill. M.
Untersucht man, wie sich zu dieser Summe je der Zulassungs- und der Placierungsstatistiker verhalten, dann ergibt sich, daß davon auf dem Weg der Zeichnung und Bezugsrechte angeboten wurden, wobei Zulassung und Placierung ins gleiche Jahr, 1908, zusammenfallen: rund	1750 „ „
d. h.: bei mehr als $^2/_3$ der Wertpapiere bildet nach den tatsächlichen Verhältnissen die Zulassung ein vollkommen einwandfreies Merkmal[1]). Dazu kommt nun noch, daß die Pfandbriefe nicht nach der Zulassungssumme von 847 Mill., sondern, soweit sie von Hypothekenbanken stammen, aus den Bilanzen ermittelt werden. Die Steigerung des Pfandbriefumlaufs macht aus rund	540 „ „
Somit ergibt sich, daß, sofern nur das Material der Börsenzulassung vollständig verarbeitet wird, im Jahr 1908 Ökonomist und Frankfurter Zeitung trotz der Verschiedenheit der Methode von vornherein übereinstimmen müssen hinsichtlich der Zeichnungen, Bezugsrechte, Pfandbriefe in Höhe von zusammen	2290 Mill. M.

Vom Rest der Zulassungen stellt ein großer Teil „Einführungen“ dar, die auf diesem Wege, sei es ganz oder nur zum Teil, Placierung zur Folge hatten. 180 Mill. aber davon lassen sich als bloß zugelassen und in 1908 überhaupt nicht ausgegeben feststellen. Resultat: die Summe der Effekten,

[1]) Vgl. dazu S. 40/41 über das Verhältnis von Zulassung zur Ausgabe überhaupt, im Gegensatz zur vollzogenen Placierung.

bei denen Zulassung und Placierung ins gleiche Jahr zusammenfällt, macht einen so großen Bruchteil der gesamten Zulassungssumme aus, daß der Gang der statistischen Kurve von einer Statistik der Zulassungen, bearbeitet nach der Methode des Ökonomist, stark in dem Sinne beeinflußt wird, der der Placierung zugelassener Effekten entspricht. Da sich die Emissionsstatistik des Ökonomist jeweils auf 1 Jahr erstreckt, werden von ihr auch die Fälle richtig angegeben, bei denen der heute geübten Praxis entsprechend die Banken die Papiere ohne Hilfe der Börse placieren, selbige aber doch zur Börsennotiz anmelden; sofern nämlich nur Zulassungsantrag und Placierung ins gleiche Jahr fallen. Tatsächlich zeigt auch im großen ganzen der Verlauf der Kurve (nicht die absolute Zahl) des Ökonomist mit der der Frankfurter Zeitung Übereinstimmung, wobei allerdings das Inland mit dem Ausland zusammengenommen werden muß infolge der Rubrizierungsmethode der Frankfurter Zeitung. Dem Nationalökonomen freilich handelt es sich mehr um die absolute Zahl.

Die Zahlen für das Ausland. Die Wirkung ausländischer Emissionen auf die deutsche Volkswirtschaft ist einfacher zu beurteilen als die der inländischen. Zunächst hat hier die Tilgung der Anleihen immer nur eine und dieselbe Bedeutung. Soweit die zurückgezahlten Gelder wieder in ausländischen Effekten angelegt und dies von der Statistik gezählt wird, liegt eine Doppelzählung desselben Kapitalbetrags vor, der schon früher bei seiner erstmaligen Anlage gezählt worden ist. Vermutlich tilgen Staaten, die ihre Anleihen im Ausland placieren, stärker als solche, die im eigenen Lande Kapital finden und dort eventuell überhaupt nicht zu tilgen brauchen. Es ist daher nicht ausgeschlossen, daß der Gesamtbetrag der Rückzahlung größere Summen ausmacht [1]), viel höhere wahrscheinlich, als der Verkauf der amerikanischen Papiere, um die im Februar 1911 im Reichstag die Debatte über die Überschwemmung des deutschen Kapitalmarkts mit

[1]) Länder mit starker Kapitalanlage in ausländischen Wertpapieren erscheinen daher in einer Emissionsstatistik, die auch die Wiederanlage der durch Tilgung disponibel gewordenen Beträge voll zählt, möglicherweise höher, als ihrer Leistung entspricht.

ausländischen Wertpapieren entbrannt ist[1]). Daß die Zahlen der Vierteljahrshefte über die Zulassung ausländischer Wertpapiere nicht verwendet werden dürfen zur Feststellung des ausländischen Kapitalanspruchs, wurde bereits dargelegt; sie wurden in diesen Debatten zum Teil herangezogen, wenn auch nicht ohne Vorbehalt; die Zahlen führen leicht zu Mißverständnissen[2]) (siehe S. 57). Auch die Wirkung der Emissionen auf den Kapitalmarkt ist einfach zu beurteilen; dafür aber ist hier die Beobachtung des Markts viel schwieriger und unsicherer. Bei der Emission fließt in Höhe des Übernahmepreises flüssiges Kapital ans Ausland ab; in der Höhe des Placierungskurses werden flüssige Mittel investiert und der Kapitalmarkt belastet.

Bezüglich der Belastung des Markts verhält sich dies übrigens auch bei den inländischen Papieren so, wie eben angegeben und damit kommen wir mit einigen Worten noch auf das Verhältnis der Emissionsstatistik zum Kapital- und Geldmarkt zu sprechen. Im Anschluß an Eberstadt stellen der Statistiker der Bankenquete, wie bereits angedeutet wurde (siehe S. 89), und eine kürzlich erschienene Arbeit[3]) von Martin Marx das Verhältnis der industriellen Investierungen zum Kapitalmarkt so dar: die Beanspruchung des Markts werde angegeben durch die Höhe der Kapitalinvestition; diese letztere begreife aber nur in sich den an die Industrie abgeführten Kapitalbetrag (Übernahmekurs des Konsortiums), nicht die in die Taschen der Banken abfließenden Kursaufschläge (Placierungskurs) oder die späteren rein spekulativen Kurssteigerungen. Bezüglich der letzteren haben wir zur Genüge gesehen, wie sie bei Eberstadt zustande kommen. Der Kurs der Papiere beruht normalerweise auf dem Ertrag des Unternehmens und auf ihrem „inneren" Wert. Soweit z. B.,

[1]) Verhandlungen des Reichstags, stenogr. Berichte XII/II 125. Sitzung. 11. Februar 1911 Interpellation Graf Kanitz. **Über den Antrag Roesicke-Hahn vom 9. März 1914 siehe Anhang S. 187.**

[2]) Das Für und Wider der Zulassung ausländischer Wertpapiere zu deutschen Börsen ist in einer ausführlichen Abhandlung dargelegt worden von Dr. Karl Helfferich im Bankarchiv Nr. 14, X. Jahrg. vom 15. April 1911, in der auch noch andere das Wort zu dieser Frage ergreifen.

[3]) Martin Marx, Die Emissionsstatistik in Deutschland und einigen ausländischen Staaten. Freiburger Dissert. 1913, S. 54 ff. Vgl. Schmollers Jahrb. Heft IV, 1913.

wie Marx ausführt, Gründer ihre Anteile mit Profit veräußern, ist dieser lediglich eine Realisierung der bereits in den Unternehmungen steckenden Investierungen, deren Wert sich erhöhen kann nicht bloß durch Kapitalzufuhr.

Was die Meinung anbelangt, nur die an die Unternehmen und den Staat abgeführten Beträge belasten den Markt und nur in dieser Höhe belaufe sich die Investierung, so ist von hier aus nicht mehr weit zur Lehre von der Unproduktivität des Handels oder der Banktätigkeit. Denn allerdings wird der Kursaufschlag, den die Banken usw. für die Vermittlung machen, nicht dem Unternehmen zugeführt; aber wohl zu merken, nur eben nicht in Form von bar Geld. Wenn die Banken diese weit zerstreuten kleinen Summen aufsammeln, ihre Erfahrung und natürlich auch ihre Selbstkosten daran rücken, um dem Schuldner die gewünschten flüssigen Mittel zur Verfügung stellen zu können, so steckt die Investierung bereits in der Tatsache, daß die Gelder zentralisiert wurden und die ganze Arbeit der Beschaffung dem Schuldner abgenommen ist. Diese Tätigkeit, die ein Stück Produktion darstellt, ist ebensogut eine Investierung, wie die hernach folgende Verwandlung der Barsummen in Produktionsmittel. Ich will, zur größeren Klarheit und weil die Ausführungen Eberstadts immer noch Schule machen, die Richtigkeit des Einwands an einigen Beispielen zeigen. Ein Fabrikant bezieht Maschinen aus dem Ausland zum Preise von a Mark. In dieser Höhe müßte er die Produktionsmittel zunächst in seine Bilanz einstellen; nun werden ihm aber b Mark Spesen von einer Speditionsfirma aufgerechnet. Wie hoch beläuft sich die Investierung? Oder: der Staat legt zweimal im Jahr eine Anleihe auf; in einem Fall nimmt er an seinen Kassen Zeichnungen selbst entgegen, im anderen Fall die Banken. Die Höhe der Investierungen wird angegeben durch den Zeichnungskurs sicher im ersten Fall. Weil hier der ganze Betrag dem Staat „zugute“ kommt? Er kommt ihm nicht in der ganzen Höhe zugute. Vielmehr muß er auch hier rechnen, daß seine Beamten nicht umsonst arbeiten; obwohl er die diesbezüglichen Kosten aufzuwenden hat, wird die Höhe der Kapitalinvestierung angegeben durch den Zeichnungskurs, genau wie

im zweiten Fall, wo die Arbeit die Bank verrichtet. Bei einer Industriegesellschaft scheinen die Kosten des Kredits und damit die Höhe der Kapitalinvestierung in den beschafften Produktionsgütern dargestellt zu sein durch den Übernahmepreis; „denn nur so viel und nicht den Placierungspreis hat sie erhalten". Allein die Kosten sind hier ausgedrückt in der Tatsache, daß die Gesellschaft für diesen niedrigeren Kapitalbetrag den gleich hohen Zinssatz, ihre Kupons, bezahlen muß; mit dieser Verteuerung des Kredits bezahlt sie seine Beschaffungskosten, und wenn sie jetzt ihre Schuld für die Bilanz bewertet nach dem allgemeinen Marktzins, wird sie nicht den Übernahmepreis, sondern den Markt- und Börsenpreis einstellen. Ja, sogar, sofern sie durch Auslosung zu pari die Obligationen tilgen muß, stellt sie den Pari-Wert in die Passiven, was eine entsprechende höhere Bewertung und Abschreibungskosten der Aktiva zur Folge hat: das Disagio wird den Aktiven zugezählt und repräsentiert mit diesen zusammen die Höhe der Investierung [1]).

Die Höhe der Beanspruchung des Markts wird also, vom volkswirtschaftlichen Standpunkt aus gesehen, jeweils angegeben durch die Höhe der Neuinvestierungen und diese wieder durch den Placierungskurs, nicht bloß durch den Übernahmekurs. Wieweit die Belastung des Markts im volkswirtschaftlichen Sinn, d. h. die Veränderungen der Volksvermögensgröße, aus den Zahlen der verschiedenen Statistiken im übrigen ablesbar sind, haben wir bereits erörtert. Ob aus der Emissionsziffer, wie sie ist, oder wie sie, theoretisch genommen, sein müßte, der Verlauf der Konjunktur und der wechselnde Stand des Kapitalmarkts abgelesen werden kann, habe ich des näheren nicht untersucht. Die Statistiker des Ökonomist und der Frankfurter Zeitung verwenden ihre Zahlen als ein wichtiges Indizium zur Beurteilung der Lage, aber nicht als einziges, und sind sich der Mängel dieser Statistiken wohl bewußt. Bezüglich des Geldmarkts dürfte die Emissionsziffer nichts aussagen können. Der kurzfristige Kredit hat für eine volks-

---

[1]) Vgl. z. B. Rehm, Die Bilanzen der Aktiengesellschaften, München 1903, S. 287.

wirtschaftliche Betrachtungsweise, um die es sich für uns handelt, nicht die Bedeutung wie der Markt des langfristigen Kredits; der letztere führt zu dauernden Investierungen; die flüssigen Mittel des Geldmarkts strömen nach kurzer Zeit wieder an die Banken zurück. Freilich wird auch der Geldmarkt durch die Emissionen „belastet"; das hat aber hier weit mehr als beim Kapitalmarkt ganz allgemein zu bedeuten „beeinflußt". Was den Geldmarkt ausmacht, davon sind die Emissionen ein viel geringerer Teil als vom Kapitalmarkt und die Aufnahme und unmittelbare Verwendung des Kredits kann sich in allerlei Formen vollziehen, die von ganz verschiedener Wirkung auf die augenblickliche Lage sind. So z. B. berichtet „Die Bank" in ihrem Jahresüberblick 1907 (Januarheft 1908): „Nach der russischen Anleihe war eine große Geldflüssigkeit vorhanden, weil die Valuta den Banken zur Verfügung gestellt wurde." Wir sind damit wieder bei der Tatsache angelangt, daß wir die Investierung des flüssigen Kapitals im Erwerbsvermögen oft nicht verfolgen können.

Die Methoden der verschiedenen ausländischen Statistiken sind dargestellt in der genannten Arbeit von Marx, werden aber zu Schlüssen nicht verwertet. Steht schon der Verwertung für deutsche Verhältnisse eine Reihe von Bedenken entgegen, so noch mehr einer Verwendung der Emissionen zu internationalen Vergleichen. Der Aufbau der Kulturnationen ist heute so verschieden, daß mit dem Kapitalanspruch der einzelnen Erwerbsgruppen und öffentlichen Körperschaften, auch wenn er genau erfaßt werden könnte, für solche Vergleiche nicht viel anzufangen ist. So z. B. sind in Frankreich die Bahnen in Händen von Privatunternehmungen und ihre Errichtung erscheint dort als industrieller Bedarf. In Deutschland haben wir für 11 Milliarden Staatsbahnen. In Frankreich fehlt die G. m. b. H., die in Deutschland vorhanden, aber mit ihrem Bedarf nicht in der Emissionsstatistik vertreten ist, wogegen wieder in Frankreich die Aktien kleiner gestückelt werden können, als bei uns, wo 1000 Mark die untere Grenze ist. Eine gewisse Rolle wird auch spielen der Grad der Obligationentilgungen und die Frage, inwieweit sie volkswirtschaftlich Ersparnisse zu bedeuten haben. Kurz,

will man zwei Länder einschätzen auf Grund ihrer Kapitalaufwendungen, so kann die Emissionsstatistik keine Dienste leisten, weil die Emission nur ein Weg ist, die Produktion und kulturelle Zwecke zu finanzieren, außerdem die Erfüllung dieser Aufgaben nicht in gleicher Weise unter Staat, Gemeinde und Privatunternehmung verteilt ist. Nur eine solche Statistik könnte hier etwas bedeuten, die die Frage beantwortet: wieviel Kapital verwenden die Nationen auf den verschiedenen Wegen zusammen für diesen oder jenen Zweck?

Fassen wir unser Resultat zusammen. Im statistischen Teile sahen wir, daß von den vier periodischen Statistiken (Vierteljahrshefte, Berechnungen aus dem Effektenstempel, Ökonomist, Frankfurter Zeitung) die Vierteljahrshefte zu hohe Zahlen liefern, weil die Börsenzulassungen ohne weitere Verarbeitung addiert werden. Der Ökonomist, der ebenfalls auf den Zulassungen fußt, geht bei den ausländischen Papieren diesem Mangel durch Schätzungen aus dem Weg. Bei den inländischen Werten hat er, mit Ausnahme der Rubrik „Pfandbriefe", wahrscheinlich im Durchschnitt zu hohe Zahlen, obwohl ihm die kleineren Börsenplätze zum Teil entgehen. Diese kleineren Plätze sind auch von der Frankfurter Zeitung nicht vollständig erfaßt. Doch finden in ihrer Statistik Effekten Aufnahme, die an keiner Börse zugelassen sind; dadurch wird zum Teil ein Weniger ausgeglichen, das die Frankfurter Zeitung durch ihre Methode dem Ökonomist gegenüber haben muß. Die Frankfurter Zeitung sucht, da heute Zulassung des öfteren weder zeitlich noch der Höhe nach mit Emission zusammenfällt, da ferner der Markt an Übersichtlichkeit verloren hat, Mindestbeträge zu gewinnen, sowohl hinsichtlich des Kurses, als der Emissionssummen; sie nimmt nur auf, was als placiert gelten kann, ohne sich an die Zeit der Zulassung zu halten. Manche „Einführungen" entgehen ihr dadurch; auch bleibt unsicher, wieweit sie gelegentliche Placierungen auf Grund einer früheren Zulassung oder im freien Markt erfassen kann. Wenn die begebenen Stücke vollständig erfaßt werden können, hat die Methode der Frankfurter Zeitung den Vorteil, daß sie zum Teil die Doppelzählung des Kapitals ausschaltet, welche das System der Beteiligung durch Effekten-

besitz mit sich bringt für den Statistiker, der die Emission in der vollen Höhe der vorhandenen Stücke einstellt. Aus diesem letzteren Grunde gibt unter dem Gesichtspunkt der Zählung des Kapitals die Effektenstempelstatistik zu hohe Beträge; sie stellt, mit Ausnahme der Staatsanleihen, eine vollständige Liste aller neu geschaffenen inländischen Werte auf, in der ferner auch die Fusionen inbegriffen sind.

Die Verwertung der Zahlen anbelangend, sahen wir, daß die Kapitalmacht der Banken ausgedehnte Investierungen mittels Bankkredit ermöglicht. Die Emission hat zum Teil nur die Abwälzung solcher im Lauf der Jahre gewährten Kredite zu bedeuten und darf zeitlich mit der Festlegung der flüssigen Mittel in den Betrieben der Anleiheschuldner und Aktiengesellschaften häufig nicht in Beziehung gebracht werden. Bei vielen Industrieemissionen läßt sich daher nichts weiter beobachten, als der Abfluß des Sparkapitals an die Banken, wo es einer Investierung auf dem Wege des Kontokorrent- und Wechselkredits und der Übernahme von Effekten entgegengeht, aber nicht in der durch die Emissionen dieses Jahres ausgewiesenen Verteilung. Ungewiß bleibt, wieweit die Emissionsziffer lediglich auf Mobilisierung bestehenden Erwerbsvermögens oder Teile von solchem zurückgeht. Die Kapitalansprüche werden durch Tilgungen, je nachdem diese volkswirtschaftlich Ersparnisse zu bedeuten haben oder nicht, kompensiert; in welcher Höhe, bleibt ebenfalls unbekannt. So mag die Emissionsstatistik im Verein mit anderen Anzeichen Anhaltspunkte zur Beurteilung des Marktes wohl liefern; der Wissenschaft, die Aufklärung sucht über die Höhe der jährlichen Neuinvestierungen und die Sparkraft, soweit sie sich in Effektenanlage äußert, können die Emissionen nicht mehr geben, als im besten Fall eine statistische Kurve, Relativzahlen.

Man hat sich unter den Nationalökonomen die Frage der Emissionsstatistik schon manche Sorge kosten lassen, und Sorgenkinder sind bekanntlich gerne Lieblingskinder. In diesem Sinn rufe unsere Untersuchung den Statistikern ein kritisches Cavete! zu.

Anhang.

Tabellen.

Tabelle I.

Deutscher Ökonomist, Emissionen 1883—1913.

Zusammengestellt aus den Statist. Anlagen zur Börsenenquete 1892/93 und aus den verschiedenen Nummern des Deutschen Ökonomist.

Beträge in Millionen Mark.

Deutsche Papiere	1883		1884		1885		1886		1887	
	Nominal-wert	Kurs-wert	Nominal-wert	Kurs-wert	Nominal-wert	Kurs-wert	Nominal-wert	Kurs-wert	Nominal-wert	Kurs-wert
Staatsanleihen	42,51	44,21	46,21	47.13	80,40	78,99	77,68	77,68	156,00	154,50
Kommunalanleihen . . .	59,33	59.33	47,53	47.53	61,96	61,96	104,65	104,65	66,05	66,05
Pfandbriefe	191,13	191.32	188,23	188,23	154,17	154,17	251,88	251,88	214,89	214,89
Eisenbahnobligationen .	—	—	6,00	5,82	9,27	9,18	4,63	4,97	4,00	4,00
Industrieobligationen . .	46,17	45,79	47,75	48,01	33,27	32,86	12,71	12,76	31,60	31,04
Eisenbahnaktien	38,90	40,96	6,90	7,09	—	—	5,00	4,90	0,60	0,60
Bankaktien	32,00	35,56	—	—	3,60	3,85	16,40	19,64	28,00	35,48
Versicherungsaktien . .	4,25	4,41	—	—	—	—	3,00	0,67	—	—
Industrieaktien	27.76	32,38	27,46	30.98	45,07	48,12	49,38	53,04	70,76	92,06
Summe der inländ. Papiere	442,08	453,98	370,09	374,81	387,76	389,14	525,34	530,22	571,91	598,62
Ausländische Papiere										
Staatsanleihen	169,54	141,14	437,21	374,35	150,50	128,18	130,70	115,01	116,58	108,90
Kommunalanleihen . . .	17,77	15,83	23,93	22,15	17,60	16,97	101,35	83,92	22,72	21,91
Pfandbriefe	15,45	14,48	13,48	13,60	6,75	6,75	68,02	65,48	85,18	80,15
Eisenbahnobligationen .	98,41	90,91	57,05	53,51	356,36	301,45	164,14	150,77	202,87	188,37
Industrieobligationen . .	—	—	18.22	17,79	—	—	41,75	37.37	6,00	5,82
Eisenbahnaktien	26,80	24.22	55,83	34,32	55,10	56,36	6,40	6,90	10,18	4,40
Bankaktien	—	—	—	—	—	—	13,05	14,61	—	—
Industrieaktien	11,25	13,28	15,00	13,96	—	—	11,00	11.08	—	—
Summe d. ausländ. Papiere	339,22	299,88	620,74	529,71	586,31	509,72	536,42	485,17	443,55	409.57
Gesamtemission	781,30	753,87	990,84	904,52	974,07	898,87	1061,76	1015,39	1015,46	1008,20

Deutsche Papiere	1888		1889		1890		1891		1892	
	Nominal-wert	Kurs-wert	Nominal-wert	Kurs-wert	Nominal-wert	Kurs-wert	Nominal-wert	Kurs-wert	Nominal-wert	Kurs-wert
Staatsanleihen	670,79	671,19	230,58	230,58	442,50	414,94	512,00	440,65	369,50	313,90
Kommunalanleihen . . .	30,30	30,41	15,35	15,33	59,75	58,10	87,77	84,82	56,12	55,16
Pfandbriefe	324,72	324,72	406,25	406,25	292,41	292,41	341,69	341,69	437,87	437,87
Eisenbahnobligationen .	3,00	3,04	4,70	4,71	8,00	8,00	—	—	3,70	3,75
Industrieobligationen . .	27,49	27,99	18,85	19,18	54,87	55,19	29,25	29,38	13,09	13,28
Eisenbahnaktien	0,10	0,10	5,10	5,06	1,50	1,65	4,71	5,90	4,82	4,29
Bankaktien	51,89	64,19	105,38	137,91	78,68	104,03	33,12	40,89	2,00	2,51
Versicherungsaktien . .	0,72	1,26	0,90	1,27	—	—	—	—	—	—
Industrieaktien	140,34	194,50	231,32	337,42	153,05	200,49	24,84	29,69	12,89	14,77
Summe der inländ. Papiere	1249,37	1317,41	1018,44	1157,73	1090,77	1134,83	1033,41	973,04	900,00	845,55
Ausländische Papiere										
Staatsanleihen	480,57	407,34	200,64	167,41	263,70	238,80	157,77	138,55	89,25	83,77
Kommunalanleihen . . .	29,03	28,12	32,32	29,22	—	—	26,07	22,17	14,03	13,99
Pfandbriefe	29,82	29,61	4,00	4,07	—	—	6,12	5,40	4,82	4,29
Eisenbahnobligationen .	129,66	122,50	444,36	310,40	132,60	117,06	75,32	63,76	106,68	65,64
Industrieobligationen . .	2,42	2,36	14,25	13,83	3,06	3,06	—	—	—	—
Eisenbahnaktien . . .	60,39	69,86	33,60	35,34	17,30	20,38	12,00	13,80	4,00	4,00
Bankaktien	—	—	8,80	9,24	3,40	3,90	—	—	—	—
Industrieaktien	7,10	7,58	11,75	14,41	2,06	2,55	1,00	1,05	—	—
Summe d. ausländ. Papiere	739,01	667,39	749,72	583,93	422,13	385,77	278,29	244,74	218,79	171,69
Gesamtemission	1988,39	1984,80	1768,17	1741,67	1512,90	1520,60	1311,70	1217,79	1118,79	1017,24

Deutsche Papiere	1893		1894		1895		1896		1897	
	Nominal-wert	Kurs-wert	Nominal-wert	Kurs-wert	Nominal-wert	Kurs-wert	Nominal-wert	Kurs-wert	Nominal-wert	Kurs-wert
Staatsanleihen	401,00	356,69	226,00	202,51	41,45	42,69	59,00	58,66	20,00	19,18
Kommunalanleihen . . .	82,13	79,79	94,75	92,85	95,31	96,79	101,50	101,34	148,32	147,94
Pfandbriefe	349,82	349,82	559,64	559,64	500,00	500,00	487,55	487,55	483,28	483,28
Eisenbahnobligationen .	2,05	2,08	7,76	7,95	5,50	5,56	47,50	48,67	9,70	9,75
Industrieobligationen . .	68,60	68,91	48,35	50,25	40,43	39,97	42,40	42,79	56,94	58,01
Eisenbahnaktien	4,20	4,59	1,40	1,82	2,35	2,62	26,05	37,79	6,22	9,74
Bankaktien	21,59	34,02	31,59	36,17	112,99	143,12	157,78	213,40	173,14	265,69
Versicherungsaktien . .	1,75	2,58	2,00	5,12	2,50	2,72	2,15	3,48	—	—
Industrieaktien	19,55	25,28	60,28	79,00	161,17	223,25	245,34	333,88	190,92	318,20
Summe der inländ. Papiere	950,69	923,76	1031,77	1035,31	961,70	1056,72	1169,27	1327,56	1088,52	1311,79
Ausländische Papiere										
Staatsanleihen	304,00	270,31	200,41	188,59	76,50	73,10	272,88	261,74	250,00	166,87
Kommunalanleihen . . .	—	—	6,75	6,85	26,00	24,83	10,00	2,80	66,50	65,89
Pfandbriefe	9,78	9,79	—	—	46,92	46,54	69,10	66,51	81,00	78,10
Eisenbahnobligationen .	62,36	62,38	152,70	142,51	158,22	155,85	139,94	139,49	263,97	262,44
Industrieobligationen . .	—	—	—	—	—	—	18,00	18,12	34,86	34,75
Eisenbahnaktien	—	—	24,95	31,03	4,00	5,21	110,95	44,66	—	—
Bankaktien	—	—	3,20	4,26	5,20	9,11	0,03	0,06	12,00	13,86
Industrieaktien	—	—	8,10	10,75	2,50	3,26	27,73	34,89	10,00	11,00
Summe d. ausländ. Papiere	376,14	342,48	396,11	383,99	319,34	317,90	648,65	568,27	718,33	632,91
Gesamtemission	1326,83	1266,24	1427,88	1419,30	1281,04	1374,62	1817,92	1895,83	1806,85	1944,70

Deutsche Papiere	1898		1899		1900		1901		1902	
	Nominal-wert	Kurs-wert	Nominal-wert	Kurs-wert	Nominal-wert	Kurs-wert	Nominal-wert	Kurs-wert	Nominal-wert	Kurs-wert
Staatsanleihen	168,10	160,44	430.50	399,13	216,30	200,40	554,00	505,57	580,00	536.40
Kommunalanleihen. . .	101,70	100.80	267,04	261,05	222,38	220,35	294,37	293,58	197,89	196,13
Pfandbriefe	364,81	364,81	447,12	447,12	126,10	126,10	210,50	210,50	411,04	411,04
Eisenbahnobligationen .	16,83	16,96	49,50	49.58	88,20	85,02	14,99	14,81	8,77	8.71
Industrieobligationen . .	139,75	143,12	73,24	74,02	178,20	178,77	189,31	193,29	164,25	158,10
Eisenbahnaktien. . . .	14,82	17,93	6.50	8,78	49,60	55,63	2,91	3,02	43,90	48.01
Bankaktien	273,35	372,77	211,63	276,50	138,04	174,51	30,60	36,26	81,45	114,33
Versicherungsaktien . .	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Industrieaktien	310,20	520,60	515,94	861,39	297,47	461,06	116,05	164,28	160,40	184,47
Summe der inländ. Papiere	1389,58	1697,43	2001,47	2377,57	1316,29	1501,84	1412,73	1421,31	1647,70	1657,19
Ausländische Papiere										
Staatsanleihen	253,20	230,88	113,09	102,24	185,20	168,36	37,50	29,26	367,54	339,00
Kommunalanleihen. . .	47,43	47,30	—	—	3,00	2,85	13,82	12,86	62,96	61,22
Pfandbriefe	43,23	42,82	31,85	30,86	5,63	5,50	8,36	7,16	6,29	6,16
Eisenbahnobligationen .	372,83	369,91	71,00	70,40	10.00	9,00	157,59	148.93	29,82	29,30
Industrieobligationen . .	—	—	—	—	—	—	1,00	0,97	3,27	3,20
Eisenbahnaktien. . . .	—	—	—	—	58,96	65,06	—	—	4.72	6.68
Bankaktien	8,00	9,48	4,50	10,00	14,00	20,90	6,00	9.00	6.75	7,43
Industrieaktien	7,62	9,33	11,65	20,32	3,60	3,60	2,56	1,85	0,51	0,51
Summe d. ausländ. Papiere	732,31	709,72	232,09	233,82	280,39	275,27	226.83	210,03	481,86	453,50
Gesamtemission	2121,89	2407,15	2233,56	2611,39	1596,68	1777,11	1639,56	1631,34	2129.56	2110,69

Deutsche Papiere	1903		1904		1905		1906		1907	
	Nominal-wert	Kurs-wert	Nominal-wert	Kurs-wert	Nominal-wert	Kurs-wert	Nominal-wert	Kurs-wert	Nominal-wert	Kurs-wert
Staatsanleihen	340,00	317,63	343,00	335,64	428,80	429,66	637,00	638,11	551,00	546,22
Kommunalanleihen . . .	214,14	208,56	242,63	239,48	258,83	257,40	346,83	347,00	430,86	425,44
Pfandbriefe	564.72	564,72	506,24	506,24	569,49	569,49	404,59	404,59	326,33	326,33
Eisenbahnobligationen .	2,00	1,94	8,60	8,52	12,00	11,81	9,50	9,02	1,00	0,99
Industrieobligationen . .	65,16	64,96	109.14	110,14	114,06	115,24	182,27	183,10	170,90	172,79
Eisenbahnaktien	3,99	3,43	3,50	3,83	—	—	1,70	2,16	0,61	0,62
Bankaktien	46,61	67,57	129,47	196,51	116,83	146,50	184,19	282.19	108,89	152,49
Versicherungsaktien . .	—	—	2,38	2,80	—	—	1.50	1,86	3,06	3,06
Industrieaktien	157,28	195,32	234,27	359,80	309,18	552,09	390,94	653,80	284.14	431,32
Summe der inländ. Papiere	1393,90	1424,13	1579,23	1762,96	1809,19	2082,19	2158,52	2521,83	1876,79	2059,26
Ausländische Papiere										
Staatsanleihen	88,16	80,77	105,09	99,15	866,30	711,13	37,50	36.21	80,80	78,03
Kommunalanleihen . . .	36,50	35.32	—	—	—	—	20,00	18,79	—	—
Pfandbriefe	8,74	8,75	42,05	39,52	20,00	19,40	6,75	6.75	4.00	3,80
Eisenbahnobligationen .	87,93	83,44	47,75	47.77	206,82	202,13	49,69	48,18	34,00	32,46
Industrieobligationen . .	—	—	—	—	41,00	41,67	4,00	4,16	—	—
Eisenbahnaktien	12,60	16,95	20,00	17.20	46,20	74,34	30,00	34,65	8,00	15,03
Bankaktien	12,00	16,44	12,85	18,15	26,00	30,62	24,25	38,13	16,05	23,34
Industrieaktien	—	—	8,60	10,32	12,00	29,20	22,88	33,82	—	—
Summe d. ausländ. Papiere	245,93	241,67	236,34	232,11	1218,32	1108,49	195,07	220,69	142,85	152,66
Gesamtemission	1639,83	1665,80	1815,57	1995,07	3027.51	3190,68	2353,59	2742,52	2019.64	2211,92

Deutsche Papiere	1908		1909		1910		1911		1912		1913	
	Nominalwert	Kurswert	Nominalwert	Kurswert	Nominalwert	Kurswert	Nominalwert	Kurswert	Nominalwert	Kurswert	Nominalwert	Kurswert
Staatsanleihen	1269.00	1258.99	1065,00	1062,92	613,30	624,90	238,93	241,89	635,00	642,57	780,08	765,80
Kommunalanleihen . . .	536,30	511,71	395.22	409,86	245,33	247,50	303,89	308,60	363,07	360.36	426,50	407,48
Pfandbriefe	756,34	756.34	646,90	646,90	680.46	680,46	621.51	621,51	204,22	204,22	50.00 [1]	50,00 [1]
Eisenbahnobligationen .	3,20	3.20	4,50	4.48	1,00	1,02	23,50	23,51	9,00	8,96	1,00	0,98
Industrieobligationen . .	317.42	314.70	270,71	273,55	134,88	135,97	290,17	293,80	388,02	387.66	210,10	209.75
Eisenbahnaktien	16.21	18.94	25,00	28,66	4,88	4,70	4,40	5,46	—	—	—	—
Bankaktien	50,50	68,82	53,30	80,85	190,15	273,48	137,90	177,44	105,36	139,57	41,30	59,16
Versicherungsaktien . .	11,00	11.63	3,00	3,00	4,00	4,23	14,70	11,98	8,75	15,18	7,00	12.35
Industrieaktien	262,33	599.81	410,03	731,31	284,07	504,41	315,47	536,02	457,04	905,83	286,75	530,02
Summe der inländ. Papiere	3222.30	3544,14	2873,66	3241.53	2158,07	2476,67	1950,47	2220,21	2170,46	2664.35	1802.73	2035.54
Ausländische Papiere												
Staatsanleihen	149,38	144,23	115,94	109,06	169,73	156,53	265,75	247,23	77.32	74.45	528,10	490,82
Kommunalanleihen . . .	37,00	24,80	57,00	54.72	52,47	50,19	20.00	19,50	—	—	25,00	24,01
Pfandbriefe	—	—	22.75	21,81	2,00	1,92	8,00	7,68	40,00	38.50	—	—
Eisenbahnobligationen .	5,00	4,98	140.41	128,59	254,30	240,02	97.80	92,79	105,80	101.61	38,88	36,06
Industrieobligationen . .	31,57	31,22	—	—	18,36	18,54	—	—	2,70	2,62	5,00	4,93
Eisenbahnaktien	—	—	6,30	11,12	14,52	23.47	—	—	—	—	8,40	17.98
Bankaktien	7,40	10,84	2,16	4.54	22,78	39,91	43,60	81.16	8,32	14,59	14,36	23,68
Industrieaktien	9,68	11,95	14,14	18,92	10,03	15,06	6,40	11,51	21,60	38,56	4,32	6,51
Summe d. ausländ. Papiere	240,03	228,02	358,70	348.76	544,19	545,64	441.55	459.87	255.74	270,33	624,06	603.99
Gesamtemission	3462,33	3772.16	3232,36	3590.29	2702,26	3022,31	2392,02	2680.08	2426,20	2934.68	2426,79	2639.53

[1]) Vorläufige Schätzung; wird im Juli 1914 vom Deutschen Ökonomist berichtigt.

Tabelle II.

Frankfurter Zeitung. Emissionen 1896—1913.

Zusammengestellt
aus dem Handelsteil der Frankfurter Zeitung 1897—1914.

Millionen Mark.

	1896		1897	
	Nominal-wert	Kurswert	Nominal-wert	Kurswert
Deutsche Staatsanleihen . .	34,00	33,94	25,00	24,93
Ausländische Staatsanleihen .	414,88	392,79	250,00	166,88
Stadt- und Provinzanleihen .	109,00	109,28	191,16	190,54
Deutsche Hypoth.-Bank-Oblig.	424,87	424,87	423,51	423,51
Ausländ. „ „ „	237,60	230,90	106,25	102,32
Sonstige Obligationen . . .	345,91	331,08	375,84	375,75
Bankaktien	142,28	190,05	237,95	353,57
Eisenb.- u. Straßenbahnaktien	45,60	37,29	22,58	30,96
Industrieaktien	225,47	307,34	183,84	283,22
Summe	1979,61	2057,54	1816,13	1951,68

	1898		1899	
	Nominal-wert	Kurswert	Nominal-wert	Kurswert
Deutsche Staatsanleihen . .	153,40	145,83	421,50	391,74
Ausländische Staatsanleihen .	352,22	325,96	121,96	87,06
Stadt- und Provinzanleihen .	195,59	195,41	209,39	204,66
Deutsche Hypoth.-Bank-Oblig.	304,38	304,38	383,45	383,45
Ausländ. „ „ „	30,74	30,75	40,70	39,43
Sonstige Obligationen . . .	456,34	458,05	177,44	176,95
Bankaktien	263,25	357,96	231,17	295,42
Eisenb.- u. Straßenbahnaktien	69,49	167,23	72,44	92,84
Industrieaktien	312,95	476,78	423,38	666,18
Summe	2138,36	2462,35	2081,43	2337,73

	1900		1901	
	Nominal-wert	Kurswert	Nominal-wert	Kurswert
Deutsche Staatsanleihen . .	187,30	172,50	554,95	506,01
Ausländische Staatsanleihen .	44,70	30,94	68,30	42,06
Stadt- und Provinzanleihen .	322,70	318,16	354,47	352,05
Deutsche Hypoth.-Bank-Oblig.	262,58	262,58	292,06	292,06
Ausländ. „ „ „	7,24	7,12	7,87	7,57
Sonstige Obligationen . . .	199,94	201,15	448,58	441,83
Bankaktien	115,03	147,74	29,09	37,13
Eisenb.- u. Straßenbahnaktien	65,12	68,18	23,57	26,23
Industrieaktien	254,44	367,90	76,04	103,82
Summe	1459,05	1576,27	1854,93	1808,76

	1902		1903	
	Nominal-wert	Kurswert	Nominal-wert	Kurswert
Deutsche Staatsanleihen . .	575,00	532,82	348,00	343,36
Ausländische Staatsanleihen .	344,35	313,47	144,12	136,25
Stadt- und Provinzanleihen .	419,95	416,44	342,86	340,48
Deutsche Hypoth.-Bank-Oblig.	366,92	366,92	461,59	461,59
Ausländ. „ „ „	6,75	6,73	29,33	29,39
Sonstige Obligationen . . .	211,74	211,54	258,53	256,67
Bankaktien	39,20	61,46	26,32	33,06
Eisenb.- u. Straßenbahnaktien	21,55	22,53	89,61	116,31
Industrieaktien	81,21	94,36	135,14	195,33
Summe	2066,67	2026,27	1835,50	1912,44

	1904		1905	
	Nominal-wert	Kurswert	Nominal-wert	Kurswert
Deutsche Staatsanleihen . .	285,00	283,87	454,00	454,68
Ausländische Staatsanleihen .	100,76	87,24	724,21	676,39
Stadt- und Provinzanleihen .	217,08	216,77	421,36	418,45
Deutsche Hypoth.-Bank-Oblig.	467,38	467,38	513,02	513,02
Ausländ. „ „ „	21,87	21,34	5,62	5,62
Sonstige Obligationen . . .	203,59	199,24	333,15	331,31
Bankaktien	136,55	201,45	151,99	203,44
Eisenb.- u. Straßenbahnaktien	70,78	68,91	6,80	11,06
Industrieaktien	192,58	267,60	327,30	492,52
Summe	1695,59	1813,80	2937,45	3106,49

	1906		1907	
	Nominal-wert	Kurswert	Nominal-wert	Kurswert
Deutsche Staatsanleihen . .	668,00	668,97	546,00	541,06
Ausländische Staatsanleihen .	169,32	163,61	51,11	49,83
Stadt- und Provinzanleihen .	431,23	429,79	505,57	496,66
Deutsche Hypoth.-Bank-Oblig.	359,74	359,74	287,24	287,24
Ausländ. „ „ „	6,75	6,77	—	—
Sonstige Obligationen . . .	258,07	257,29	172,84	172,96
Bankaktien	206,24	289,77	81,96	107,31
Eisenb.- u. Straßenbahnaktien	37,35	42,46	3,61	4,70
Industrieaktien	440,74	624,28	164,66	240,20
Summe	2577,44	2842,68	1812,99	1899,96

	1908		1909	
	Nominal-wert	Kurswert	Nominal-wert	Kurswert
Deutsche Staatsanleihen . .	1087,78	1079,52	1069,10	1066,66
Ausländische Staatsanleihen .	103,90	98,51	188,21	178,56
Stadt- und Provinzanleihen .	616,23	606,43	527,88	532,82
Deutsche Hypoth.-Bank-Oblig.	537,49	537,49	569,00	569,00
Ausländ. „ „ „	2,00	1,98	47,62	45,84
Sonstige Obligationen . . .	415,96	402,15	338,77	329,19
Bankaktien	49,81	75,63	117,46	145,38
Eisenb.- u. Straßenbahnaktien	26,57	28,32	15,00	18,60
Industrieaktien	250,90	326,65	235,46	322,42
Summe	3090,64	3156,68	3108,50	3208,47

	1910		1911	
	Nominal-wert	Kurswert	Nominal-wert	Kurswert
Deutsche Staatsanleihen . .	609,55	621,25	233,00	235,94
Ausländische Staatsanleihen .	261,48	244,25	342,07	315,92
Stadt- und Provinzanleihen .	388,95	386,20	429,63	426,63
Deutsche Hypoth.-Bank-Oblig.	523,31	523,31	522,28	522,28
Ausländ. „ „ „	4,00	2,00	7,00	6,72
Sonstige Obligationen . . .	436,14	424,84	398,90	391,55
Bankaktien	108,12	137,63	207,62	296,25
Eisenb.- u. Straßenbahnaktien	2,25	2,81	22,83	24,53
Industrieaktien	166,75	269,40	236,93	329,93
Summe	2500,55	2611,70	2400,26	2549,75[1])

[1]) Der Anteil des Auslands in 1911 am Kurswert der Gesamtziffer: 630,00.

	1912		Von 1912 sind ausländische Emissionen	
	Nominalwert	Kurswert	Nominalwert	Kurswert
Deutsche Staatsanleihen . .	624,00	630,77	—	—
Ausländische Staatsanleihen .	43,00	39,63	43,00	39,63
Stadt- und Provinzanleihen .	333,69	329,93	32,00	30,77
Deutsche Hypoth.-Bank-Oblig.	204,60	204,60	—	—
Ausländ. „ „ „	48,00	46,20	48,00	46,20
Sonstige Obligationen . . .	458,05	453,55	141,06	132,87
Bankaktien	122,83	179,61	14,61	26,98
Eisenb.- u. Straßenbahnaktien	12,87	16,70	4,20	6,30
Industrieaktien	479,74	694,82	31,15	48,16
Summe	2326,78	2595,81	314,02	330,91

	1913		Von 1913 sind ausländische Emissionen	
	Nominalwert	Kurswert	Nominalwert	Kurswert
Deutsche Staatsanleihen . .	826,08	810,79	—	—
Ausländische Staatsanleihen .	601,85	559,85	601,85	559,85
Stadt- und Provinzanleihen .	272,95	262,54	23,00	22,07
Deutsche Hypoth.-Bank-Oblig.	44,29[1])	44,29[1])	—	—
Ausländ. „ „ „	0,50	0,50	0,50	0,50
Sonstige Obligationen . . .	378,19	371,51	49,64	47,12
Bankaktien	31,70	50,10	8,20	10,79
Eisenb.- u. Straßenbahnaktien	19,60	24,53	4,00	7,00
Industrieaktien	275,65	367,21	9,65	13,95
Summe	2450,81	2491,32	696,84	661,28

[1]) Vorläufige Schätzung lt. Hypbk.-Stat. der Frankf. Ztg. vom 25. März 1914: 41,23. Vgl. die Ausführungen der Frankf. Ztg. über Umlaufssteigerung abzüglich eigener Pfandbriefe und S. 14.

Tabelle III.

Die seit 1897 zum Börsenhandel zugelassenen inländischen Wertpapiere nach Jahren und Gattungen

(siehe Vierteljahrshefte zur Statistik des Deutschen Reichs 1908 II S. 238; von 1909 ab Heft I).
Konversionen und Aktienumwandlungen sind abgezogen, soweit sie als solche von den Vierteljahrsheften bezeichnet sind.

Beträge in Millionen Mark nominal.

	1897	1898	1899	1900	1901	1902	1903	1904	1905	1906	1907	1908	1909	1910	1911	1912
Obligationen																
Staatsanleihen	25	118	455	304	597	576	461	589	514	653	619	1493	1139	603	518	1032
Provinzen-, Städteanleihen	196	138	264	248	426	322	284	525	279	328	490	522	353	375	415	553
Bankobligationen	5	—	15	—	—	—	—	—	4	—	—	—	39	—	12	10
Verkehrsges. Obligationen	27	44	39	46	83	57	11	21	30	37	17	65	22	29	37	64
Baubanken-Terrain-Oblig.	—	5	3	13	30	13	1	3	2	13	11	9	—	1	—	5
Kolonialges. Obligationen	—	—	—	—	—	—	2	—	—	2	—	—	—	—	—	—
Industrieobligationen	45	123	77	152	144	114	62	114	137	182	144	255	255	142	310	324
Obligationen zusammen ohne Pfandbriefe	298	428	853	763	1280	1082	821	1252	966	1215	1281	2344	1808	1150	1292	1988
Aktien																
Bankaktien	298	301	225	102	72	124	26	128	132	203	105	56	92	172	142	114
Verkehrsges. Aktien	56	107	117	100	44	114	17	27	4	39	53	11	46	7	20	48
Baubanken-Terrain-Aktien	9	16	15	31	32	20	28	24	34	52	12	7	21	7	20	20
Versicherungsaktien	—	3	10	2	—	—	—	4	—	6	4	3	3	18	26	8
Colonialges. Aktien	—	—	1	—	—	—	—	21	—	16	—	13	16	3	—	—
Industrieaktien (+ Kuxe[1])	279	231	363	244	103	95	145	228	246	454	239	229	371	365	335	419
Aktien zusammen	642	658	731	479	251	353	216	432	416	770	413	319	549	572	543	609
Summe der Obligationen u. Aktien ohne Pfandbriefe	940	1086	1584	1242	1531	1435	1037	1684	1382	1985	1694	2663	2357	1722	1835	2597
Landschaftliche Pfandbriefe	222	50	45	140	446	178	119	85	947	226	225	191	169	174	169	200
Hypothekenbankpfandbriefe	1240	790	542	910	362	470	712	659	789	550	582	665	795	779	648	560
Gesamte inländ. Zulassung	2402	1926	2171	2292	2339	2083	1868	2428	3118	2761	2501	3519	3321	2675	2652	3357

[1]) Bergwerkskuxe nach dem ersten Kurswert an der Börse.

Tabelle IV a.

Effektenstempeleinnahmen in Tausenden Mark.

1895/96 bis 1900/01 aus den „Materialien zur Frage des Depositenwesens", Berlin 1910; bearbeitet für die Bankenquete 1908/09.
1901/02 bis 1912 aus der Frankfurter Zeitung
(siehe Text S. 49—54 und 60—63).

	Etatsjahre								
	1895/96	1896/97	1897/98	1898/99	1899/1900	1900/01	1901/02	1902/03	1903/04
Inländische Aktien	5590,6	5753,6	8626,9	10 735,9	11 494.7	13 610,2	7780,3	10 497,1	8195,5
Kolonialanteile	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Ausländische Aktien	1125,7	1080,8	318,6	476,8	359,3	2 309,4	230,6	433,1	757,8
Inländische Industrieobligationen	1324,9	724,1	796,3	1 224,0	1 280,1	1 715,2	1929,7	1 499,5	1161,1
Inländische Obligationen von Kommunen, Landschaften, Hypothekenbanken, Eisenbahnanleihen	2467,3	2218,7	1888,1	1 451,0	1 599,8	1 967,8	2045,5	1 954,7	2470,2
Ausländische Staats-, Stadt- u. Eisenbahnanleihen . . .	4981,8	5243,9	3219,9	4 532,5	3 140,4	1 220,9	1643,7	5 476,2	1740,4
Ausländische Industrie- und Hypothekenobligationen .							595,1	1241,7	1040,0
Kuxe: a) von der Urkunde .	—	—	—	—	—	—	28,4	28,4	22,0
b) von den Zubußen .	—	—	—	—	—	—	213,6	144,9	125,8
Genußscheine	—	—	—	—	—	—	24,1	3,9	6,8

	Etatsjahre				Kalenderjahre[1])				
	1904/05	1905/06	1906/07	1907/08	1908	1909	1910	1911	1912
Inländische Aktien	14 411,4	18 580,7	32 283,8	17 828,0	15 818,0	21 648,9	25 872,2	27 884,4	36 348,8
Kolonialanteile	—	—	—	—	—	4,0	33,5	178,5	119,3
Ausländische Aktien . . .	959,2	1 670,3	1 874,9	714,8	621,2	2 103,8	3 437,8	1 159,1	1 764,6
Inländische Industrieobligationen	1 286,1	1 943,4	1 553,3	1 874,5	2 840,4	2 918,7	4 420,7	8 455,4	10 188,2
Inländische Obligationen von Kommunen, Landschaften, Hypothekenbanken, Eisenbahnanleihen	2 640,8	2 346,1	2 325,6	2 482,3	2 965,1	4 200,7	5 766,0	6 750,3	6 979,4
Ausländische Staats-, Stadt- u. Eisenbahnanleihen . . .	2 744,4	4 092,1	1 191,4	668,2	836,6	3 163,6	3 892,5	4 376,9	1 568,2
Ausländische Industrie- und Hypothekenobligationen .	882,2	791,9	602,9	280,3	746,0	2 202,1	469,4	943,1	662,2
Kuxe: a) von der Urkunde .	41,8	142,8	490,2	501,5	485,5	496,3	1 061,7	1 536,8	2 125,7
b) von den Zubußen .	195,5	186,7							
Genußscheine	60,2	2,1	81,6	79,5	23,0	11,4	196,5	54,6	114,2

[1]) Bezüglich 1913 siehe Anm. 1 der folgenden Tabelle IV b.

Tabelle IVb.

Versteuerte Effektenbeträge, berechnet aus den Effektenstempeleinnahmen

entnommen für 1895/96 bis 1900/01 den „Materialien zur Frage des Depositenwesens", Berlin 1910; bearbeitet für die Bankenquete 1908/09; für 1901/02 bis 1912 aus der Frankfurter Zeitung; 1895/96 bis 1907/08 Etatsjahre; 1908—12 Kalenderjahre (vgl. dazu Text S. 49—54 und S. 60—63).

Millionen Mark.

	1895/96	1896/97	1897/98	1898/99	1899/00	1900/01	1901/02	1902/03	1903/04
Inländische Papiere:									
Obligationen von Kommunen, Hypothekenbanken, Landschaften, Eisenbahnen . .	1644	1479	1258	967	1066	983	1022	977	1235
Industrieobligationen	331	181	199	306	320	285	321	249	193
Aktien	559	575	862	1073	1149	680	389	524	409
Kolonialanteile	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Inländische Werte zusammen (ohne Staatspapiere, Kuxe, Genußscheine)	2535	2235	2320	2346	2536	1950	1733	1751	1838
Ausländische Werte:									
Staats-, Kommunal-, Eisenbahnobligationen	830	873	536	755	523	203	273	912	290
Korporationen und Industrie							59	124	104
Aktien	75	72	21	31	23	92	9	17	30
Ausländische Werte zusammen	905	946	557	787	547	295	342	1054	424
Insgesamt versteuert (ohne Kuxe, Genußscheine und Staatspapiere)	3440	3181	2877	3133	3083	2245	2076	2806	2262
Dazu nichtsteuerpflichtige Staatspapiere nach Kalenderjahren (1895—1900 nach dem D. Ökonomist; 1901—12 nach Frkf. Ztg.)	41	59	20	168	430	216	506	532	343
Gesamtsumme	3481	3240	2898	3302	3513	2462	2582	3338	2606

	1904/05	1905/06	1906/07	1907/08	1908	1909	1910	1911	1912	1913
Inländische Papiere:										
Obligationen von Kommunen, Hypothekenbanken, Landschaften, Eisenbahnen . .	1320	1173	1162	1241	1482	1676	1153	1350	1396	—[1]
Industrieobligationen	214	323	258	312	473	419	221	422	509	—
Aktien	720	929	1614	891	790	973	862	927	1213	—
Kolonialanteile	—	—	—	—	—	0	1	5	4	—
Inländische Werte zusammen (ohne Staatspapiere, Kuxe, Genußscheine)	2255	2425	3035	2445	2746	3069	2237	2706	3122	—
Ausländische Werte:										
Staats-, Kommunal-, Eisenbahnobligationen	457	682	198	111	139	437	389	437	157	—
Korporationen und Industrie	88	79	60	28	74	212	23	47	33	—
Aktien	38	66	75	28	24	80	114	38	59	—
Ausländische Werte zusammen	583	828	333	168	238	729	527	523	249	—
Insgesamt versteuert (ohne Kuxe, Genußscheine und Staatspapiere)	2838	3254	3369	2613	2985	3799	2764	3229	3371	—
Dazu nichtsteuerpflichtige Staatspapiere nach Kalenderjahren (1895—1900 nach dem D. Ökonomist; 1901—12 nach der Frankfurter Zeitung)	283	454	668	541	1079	1066	621	235	631	—
Gesamtsumme	3122	3708	4038	3154	4064	4866	3386	3465	4002	—

[1]) Anmerkung siehe S. 186.

Tabelle V.

„Die zu Emissionszwecken am deutschen Geldmarkte beanspruchten Kapitalbeträge".

Geschätzt von der Statistischen Abteilung der Reichsbank an Hand der Zulassungen der deutschen Börsen (siehe Bankenquete 1908, Materialien S. 261).

Beträge in Millionen Mark.

Effektengattung	1905		1906		1907		1908	
	Nominalbetrag	Realbetrag	Nominalbetrag	Realbetrag	Nominalbetrag	Realbetrag	Nominalbetrag	Realbetrag
Inländische Papiere								
1. Staatsanleihen	533,4	534,5	667,8	668,9	550,0	545,2	1332,0	1322,8
2. Provinzanleihen	87,2	86,7	35,5	34,5	87,1	86,9	174,2	168,1
3. Kommunal- und Kreisanleihen	201,7	200,9	204,4	204,9	340,8	339,1	323,9	318,0
4. Rentenbriefe usw.	5,0	4,9	9,0	8,9	11,4	11,4	12,9	12,4
5. Landschaftliche Pfandbriefe	176,8	175,4	150,9	147,1	108,9	105,4	210,7	206,0
6. Pfandbriefe u. Oblig. von Hypothekenbanken	524,4	522,1	362,5	360,9	291,0	282,3	537,1	534,8
7. Industrieaktien	239,2	449,4	212,3	387,9	159,9	211,8	198,9	362,3
8. Industrieobligationen	125,8	127,3	145,3	146,9	149,0	149,7	254,0	250,8
9. Aktien und Obligationen von Verkehrsunternehmungen	42,7	53,1	79,6	98,6	40,6	37,2	90,9	93,9
10. Aktien und Obligationen von Banken (ausschließlich der unter 6 aufgeführten Pfandbriefe und Obligationen)	180,0	238,6	294,8	415,2	89,0	102,1	42,0	54,4
11. Aktien u. Obligationen von Bau- u. Terrainges.	18,7	28,3	28,3	34,2	5,6	5,8	7,0	7,0
Summe der inländischen Papiere	2134,9	2421,2	2190,4	2508,0	1833,3	1876,9	3183,6	3330,5
Ausländische Papiere (Nominalwerte) errechnet nach d. Ertrage d. Effektenstempelsteuer								
1. Aktien	66,8	—	75,0	—	28,6	—	32,0	—
2. Staats- und Eisenbahnanleihen	682,0	—	198,6	—	114,4	—	205,1	—
3. Alle übrigen Schuldverschreibungen	79,2	—	60,3	—	28,0	—	135,5	—
Summe der ausländischen Papiere	828,0	—	333,9	—	168,0	—	372,6	—
Gesamtsumme der in- und ausländischen Papiere	2962,9	—	2524,3	—	2001,3	—	3556,2	—

Tabelle VI.

„Die Emissionen Deutschlands im I. Semester 1909“[1]).

Zusammengestellt in der Statistischen Abteilung der Reichsbank (siehe Bankenquete 1908, Materialien S. 260).

Beträge in Millionen Mark.

Effektengattung	I. Semester 1909	
	Nominalbetrag	Realbetrag
1. Staatsanleihen	1072,00	1063,71
2. Provinzanleihen	72,91	72,76
3. Kreisanleihen	1,75	1,77
4. Kommunalanleihen	177,20	179,45
5. Handelskammern-, Stadtsynoden-, Standesherren- usw. Anleihen	3,00	3,03
6. Rentenbriefe der preußischen Rentenbanken	7,00	7,00
7. Pfandbriefe und Schuldverschreibungen von Instituten öffentlichen Rechts	100,00	100,00
8. Hypothekenbank-Pfandbriefe und -Obligationen	365,18	365,18
9. Industrieaktien	180,54	191,43
10. Industrieobligationen	199,13	181,89
11. Deutsche Eisenbahn-Stammaktien und Prioritätsaktien	—	3,52
12. Deutsche Eisenbahnobligationen	4,90	4,88
13. Deutsche Klein- und Straßenbahnaktien	5,50	4,95
14. Deutsche Klein- und Straßenbahnobligationen	1,40	1,40
15. Schiffahrtsaktien und -obligationen	3,00	3,00
16. Bankaktien	59,96	45,49
17. Bankobligationen	—	—
18. Versicherungsaktien	3,98	0,99
Summe der inländischen Papiere	2257,45	2230,45
Dazu nach dem Ertrage der Effektenstempelsteuer berechnet:		
1. Ausländische Aktien	22.40	
2. Renten und Schuldverschreibungen ausländischer Staaten und Eisenbahngesellschaften	218,43	
3. Sonstige ausländische Renten und Schuldverschreibungen	113,14	
Summe der ausländischen Papiere	353,97	
Gesamtsumme	2611.42	

[1]) Zum Vergleich mit den sonstigen Ermittlungen der Emissionen des I. Semesters 1909 siehe Frankfurter Zeitung Abendblatt 5. Jan. 1910. D. Ökonomist Nr. 1386 vom 24. Juli 1909, Bankenquete 1908, Materialien S. 265 (Effektenstempeleinnahmen).

Tabelle VII.

Berechnung des mindestens angebotenen und höchstens ausgegebenen Betrags an solchen Wertpapieren, die im Jahre 1908 an einer deutschen Börse zugelassen wurden. (Nach den Zulassungsanträgen der Vierteljahrshefte zur Statistik des Deutschen Reichs 1909 I S. 181 ff.; Handbuch der Aktiengesellschaften Teil I u. II und Salings Börsenjahrbüchern Teil II u. III.) (Ohne ausländische Papiere und ohne Pfandbriefe der Landschaften und Hypothekenbanken.) Zusammenfassung dieser Tabelle siehe Text S. 36—37; Verwertung der Zahlen S. 37—43.

Laufende Nummer d. Vierteljahrshefte (I 1909) Die römische Ziffer bedeutet d. Nummer der Börse	Bemerkungen	Nominalbetrag in Mark	Kurs	Realbetrag Mark	Die Summen der Rubriken	
					Nominalwert Mark	Kurswert Mark
1	2	3	4	5	6	7
I, 41 Stadtobligationen	Von den Vierteljahrsheften als Konversion gezählt; in Wirklichkeit Neuemission 1908	4 654 900	—	—	—	—
I, 45 Stadtobligationen	desgl.	3 000 000	—	—		
I, 135 Stadtobligationen	desgl.	2 970 500	—	—		
I, 105 Industrieobligationen	desgl.	10 000 000	—	—		
		20 625 400	—	—		
I, 5 Industrieobligationen	Doppelzählung	4 000 000	—	—		
I, 31 Industrieaktien	desgl.	2 250 000	—	—		
		6 250 000	—	—		

XIX, 27	Genußscheine ausgegeben, ohne daß Kapital aufgebracht wurde	2 400 000	—	—	—	—

Von den in 1908 zugelassenen Papieren waren bereits früher zugelassen, oder treten an Stelle früher zugelassener folgende Konversionen, Abstempelungen usw.:

	Staatsanleihen					
I, 48	Zur Einlösung alter Serien	40 000 000	—	—		
I, 121	Tausch	21 000 000	—	—		
I, 141	Zur Einlösung alter Serien	100 000 000	—	—		
I, 142	desgl.	145 000 000	—	—		
XI, 40	Tausch gegen Aktien	92 467 400	—	—	398 467 400	
	Verkehrsobligationen					
V, 67	Zur Rückzahlung der alten Obligationenschuld	812 000	—	—	812 000	
	Industrieobligationen					
I, 35	Konversion	15 000 000	—	—		
I, 84	Tausch gegen Aktien	6 000 000	—	—		
I, 161	Zur Einlösung alter Anleihen	10 500 000	—	—		
VII, 12	Tausch gegen alte Obligationen	500 000	—	—		
XIX, 10	Zur Rückzahlung alter Obligationen	1 600 000	—	—	33 600 000	
	Bankaktien					
XI, 19	Tausch gegen Aktien	4 900 000	—	—	4 900 000	
	Verkehrsaktien					
I, 122	Zusammenlegung	3 013 200	—	—	3 013 200	

Laufende Nummer d. Vierteljahrshefte (I 1909) Die römische Ziffer bedeutet d. Nummer der Börse	Bemerkungen	Nominal-betrag in Mark	Kurs	Realbetrag Mark	Die Summen der Rubriken	
					Nominalwert Mark	Kurswert Mark
1	2	3	4	5	6	7
	Industrieaktien					
I, 23	Zusammenlegung	1 976 000	—	—		
I, 69	„	596 000	—	—		
I, 77	Tausch	900 000	—	—		
I, 84	„	9 000 000	—	—		
I, 152	„	500 000	—	—		
I, 184	„	4 000 000	—	—		
V, 16	„	525 000	—	—		
V, 88	Zusammenlegung	1 500 000	—	—		
XIX, 4	„	1 531 000	—	—	20 528 000	
					461 320 600	

Papiere, die von der Zulassungsstatistik noch nicht gezählt worden sind, für den Kapitalmarkt aber lediglich einen Tausch darstellen. Die durch Tausch aus dem Verkehr gezogenen Titel wurden vor 1908 emittiert, jedoch nicht an eine Börse gebracht; in 1908 erfolgte der Umtausch gegen Papiere, die an der Börse zugelassen sind (vgl. Text S. 31—32).

I, 14	Verkehrsobligationen	1 050 000	—	—		
I, 43	Bankaktien	1 000 000	—	—		
I, 54	Industrieaktien	600 000	—	—		
I, 82	„	652 000	—	—		
I, 101	Versicherungsaktien	266 000	—	—		
I, 150	Bankaktien	2 000 000	—	—		
I, 155	Industrieaktien	5 320 000	—	—	10 888 000	

Folgende Beträge wurden 1908 an einer der deutschen Börsen zugelassen, jedoch in 1908 nicht placiert noch überhaupt ausgegeben:

I, 165	Staatsobligationen	29 000 000	—	—	29 000 000	
I, 3	Provinzobligationen	86 745 000	—	—		
	Stadtobligationen					
I. 144		30 000 000	—	—		
VI, 2		82 000	—	—		
XIV, 16		5 000 000	—	—	121 827 000	
I, 59	Baubanken-Terrain-obligationen	3 000 000	—	—	3 000 000	
	Industrieobligationen					
I, 64		247 000	—	—		
I, 87		25 000 000	—	—		
I, 140		1 000 000	—	—		
VII, 12		200 000	—	—	26 447 000	
					180 274 000	

Folgende Beträge wurden 1908 zugelassen und in den offiziellen Handel gebracht auf dem Wege der „Einführung“, ohne daß sich die Höhe des Absatzes ermitteln läßt:

			Einf.-Kurs			
	Staatsanleihen					
I, 8		1 000 000	99.70	997 000		
I, 18		6 000 000	100.—	6 000 000		
I, 95		2 000 000	99.—	1 980 000		
I, 104		10 000 000	100.—	10 000 000		
		8 000 000	91.75	7 340 000		
I, 153		7 000 000	100.40	7 028 000		
I, 179		8 775 000	100.50	8 818 875		
V, 86		5 000 000	101.80	5 090 000		
XIX, 19		4 000 000	98.25	3 930 000		
XIX, 21		6 000 000	98.25	5 895 000	57 775 000	57 078 875
	Provinzobligationen					
I, 166		3 200 000	101.75	3 256 000	3 200 000	3 256 000

Laufende Nummer d. Vierteljahrshefte (I 1909) Die römische Ziffer bedeutet d. Nummer der Börse	Bemerkungen	Nominal-betrag in Mark	Kurs	Realbetrag Mark	Die Summen der Rubriken	
					Nominalwert Mark	Kurswert Mark
1	2	3	4	5	6	7
	Stadtobligationen					
I, 30		1 750 000	98.10	1 716 750		
32		2 700 000	97.70	2 637 900		
41		4 654 900	99.—	4 608 350		
47		4 000 000	98.—	3 920 000		
52		7 000 000	89.60	6 272 000		
110		4 450 000	98.20	4 369 900		
135		2 970 500	99.50	2 955 650		
144		10 000 000	100.—	10 000 000		
I, 167		4 100 000	99.90	4 095 900		
186		5 910 000	100.60	5 945 460		
II, 1		4 000 000	91.20	3 648 000		
15		4 000 000	92.10	3 684 000		
V, 57		2 000 000	97.90	1 958 000		
63		1 000 000	98.80	988 000		
XI, 29		1 500 000	98.10	1 471 500		
XIV, 12		100 000	99.50	99 500		
XIV, 16		12 500 000	99.90	12 487 500	72 635 400	70 858 410
	Verkehrsobligationen					
I, 44		10 000 000	99.25	9 925 000	—	—
134		1 000 000	101.—	1 010 000	—	—
163		1 200 000	100.—	1 200 000	—	—
V, 26		2 000 000	100.50	2 010 000	14 200 000	14 145 000

	Industrieobligationen					
I, 57		10 000 000	101.—	10 100 000		
I, 83		1 000 000	99.50	995 000		
84		4 000 000	100.75	4 030 000		
87		5 000 000	96.25	4 812 500		
88		6 500 000	101.25	6 581 250		
90		5 000 000	101.10	5 055 000		
99		3 000 000	100.—	3 000 000		
115		15 000 000	101.—	15 150 000		
137		1 200 000	100.—	1 200 000		
139		700 000	99.—	693 000		
146		1 120 000	99.25	1 111 600		
176		1 000 000	100.—	1 000 000		
184		8 000 000	100.—	8 000 000		
V, 50		1 400 000	99.—	1 386 000		
VII, 11		1 000 000	100.—	1 000 000		
XI, 35		700 000	99.—	693 000		
XII, 13		2 500 000	99.75	2 493 750		
XIII, 4		500 000	100.—	500 000		
XIII, 8		500 000	100.25	501 250		
XVIII, 4		1 500 000	102.—	1 530 000		
8		600 000	98.—	588 000		
XIX, 32		500 000	101.50	507 500	70 720 000	70 927 850
					218 530 400	216 266 135
					Obligationen	
	Industrieaktien					
I, 84		1 000 000	101.25	1 012 500	3 000 000	4 622 500
XIX, 17		2 000 000	180.50	3 610 000		
					Aktien	

Bei folgenden Papieren läßt sich der Betrag feststellen, der von einem Konsortium übernommen wurde, nicht dagegen, wieviel im Publikum placiert worden ist. Die Papiere wurden im Jahre 1908 zugelassen an einer deutschen Börse und auf dem Weg der „Einführung“ in den offiziellen Handel gebracht. Diese Effekten bestehen, mit Ausnahme von 100 Mill. deutscher Schatzanweisungen, nur aus Aktien, bei deren Ausgabe zumeist das Bezugsrecht der Aktionäre ausgeschlossen wurde, eventuell zwecks Begründung von Interessengemeinschaften mit anderen Gesellschaften. Auf diese Weise wurden von Konsortien übernommen:

Laufende Nummer d. Vierteljahrshefte (I 1909) Die römische Ziffer bedeutet d. Nummer der Börse	Bemerkungen	Nominalbetrag in Mark	Kurs	Realbetrag Mark	Die Summen der Rubriken	
					Nominalwert Mark	Kurswert Mark
1	2	3	4	5	6	7
	a) vor 1907		Übernahmekurs			
	Bankaktien					
V, 54	50%ige Einzahlung Interessengemeinschaft	2 000 000	100.—	2 000 000	2 000 000	2 000 000
	Industrieaktien					
I, 74		9 600	131.—	12 576	9 600	12 576
I, 26	Einbezahlt 25% + Agio 25%, übernommen von Konsortium unter österreichischer Führung	250 000		500 000	250 000	500 000
					2 259 600	2 512 576
					Aktien	
	b) in 1907					
	Bankaktien					
V, 54	50%ige Einzahlung Interessengemeinschaft	2 000 000	100.—	2 000 000	2 000 000	2 000 000

	Versicherungsaktien					
I, 101	Interessengemeinschaft	583 000	1500 p. St.	874 500	583 000	874 500
	Industrieaktien					
I, 13	Nicht von den Aktionären bezogen	724 000	250.—	1 810 000		
	Bezugsrecht ausgeschlossen	1 000 000	184.—	1 840 000		
I, 31	Nicht von den Aktionären bezogen	325 000	125.—	406 250		
I, 68	Übernommen von einer Bank; nähere Angaben fehlen	350 000	105.—	367 500		
I, 77	Nicht von den Aktionären bezogen	100 000	190.—	190 000		
V, 3	Nicht von den Aktionären bezogen	833 000	230.—	1 915 900	3 332 000	6 529 650
					5 915 000	9 404 150
					Aktien	
	c) in 1908					
I, 106	Staatsanleihen	100 000 000	99.10	99 100 000	100 000 000	99 100 000
					Obligationen	
	Bankaktien					
I, 151	Von einem zum Teil aus Großaktionären bestehenden Konsortium übernommen	3 000 000	105.—	3 150 000		
XI, 19	Nicht von den Aktionären bezogen	55 000	150.—	82 500	3 055 000	3 232 500
	Verkehrsaktien					
I, 138	Nicht von den Aktionären bezogen	745 000	150.—	1 117 500		
XIII, 17	Bezugsrecht ausgeschlossen	1 000 000	103.—	1 030 000	1 745 000	2 147 500

Laufende Nummer d. Vierteljahrshefte (I 1909) Die römische Ziffer bedeutet d. Nummer der Börse	Bemerkungen	Nominalbetrag in Mark	Kurs	Realbetrag Mark	Die Summen der Rubriken	
					Nominalwert Mark	Kurswert Mark
1	2	3	4	5	6	7
	Industrieaktien					
I, 78	Bezugsrecht	3 800 000	170	6 460 000		
	ausgeschlossen	1 076 885	100	1 076 885		
I, 91	Von den Aktionären nicht bezogen	50 000	104	52 000		
I, 123	desgl.	20 000	130	26 000		
I, 154	desgl.	1 000 000	150	1 500 000		
I, 155	desgl.	180 000	140	252 000		
I, 168	desgl.	360 900	300	1 082 700		
I, 170	desgl.	250 000	240	600 000		
XIII, 14	desgl.	25 000	150	37 500	6 762 785	11 087 085
I, 78	Zur Bezahlung von übernommenen Kuxen	2 923 115	pari	2 923 115		
I, 26	Übernommen von Konsortium unter österreichischer Führung	750 000	—	750 000	3 673 115	3 673 115
					15 235 900	20 140 200
					Aktien	

In der folgenden Tabelle sind alle Emissionen aufgeführt, die, 1908 zum Börsenhandel zugelassen, dem Publikum angeboten worden sind auf dem Wege der Subskription, durch Überlassung an die Gründer und Ausübung von Bezugsrechten; ferner durch freihändigen Verkauf, soweit der Betrag des Absatzes sich aus Saling oder Handbuch der Aktiengesellschaften

ersehen läßt. Im Gegensatz zur bloßen „Einführung“ an einer Börse läßt hier die Begebungsweise der Effekten erkennen, welcher Betrag placiert werden soll. Auf solche Weise wurden begeben:

	a) vor 1907					
	Stadtobligationen					
XVI, 2		600 000	99	594 000	600 000	594 000
	Industrieobligationen					
I, 23		1 000 000	93	930 000	1 000 000	930 000
					1 600 000	1 524 000
					Obligationen	
	Bankaktien					
I, 151		5 000 000	100	5 000 000	5 000 000	5 000 000
	Baubanken-Terrainaktien					
I, 25		500 000	100	500 000		
67		3 800 000	100	3 800 000	4 300 000	4 300 000
	Kolonialaktien					
XIX, 27		1 200 000	100	1 200 000	1 200 000	1 200 000
	Industrieaktien					
I, 31		450 000	125	562 500		
51		500 000	105	525 000		
64		100 000	110	110 000		
70		100 000	100	100 000		
117		1 000 000	102	1 020 000		
74		290 400	100	290 400		
147		1 500 000	100	1 500 000		
III, 1		1 760 000	100	1 760 000		
		240 000	110	264 000		
IV, 2		750 000	115	862 500		
XI, 17		500 000	150	750 000		
XIII, 4		600 000	100	600 000		
XIX, 4		419 000	105	439 950	8 209 400	8 784 350

Laufende Nummer d. Vierteljahrshefte (I 1909) Die römische Ziffer bedeutet d. Nummer der Börse	Bemerkungen	Nominalbetrag in Mark	Kurs	Realbetrag Mark	Die Summen der Rubriken	
					Nominalwert Mark	Kurswert Mark
1	2	3	4	5	6	7
I, 4	Umgründung	3 000 000	100	3 000 000		
64	„	700 000	100	700 000		
70	„	900 000	100	900 000		
99	„	2 000 000	100	2 000 000		
113	Der Erlös z. Erwerb zweier Werke	132 000	170	224 400		
		68 000	160	108 800		
139	Umgründung	1 150 000	100	1 150 000		
143	„	5 500 000	100	5 500 000		
169	„	2 000 000	100	2 000 000		
XIV, 2	„	1 200 000	110	1 320 000	16 650 000	16 903 200
					35 359 400	36 187 550
	b) in 1907					
	Staatsanleihen					
I, 58		2 000 000	99.25	1 985 000	2 000 000	1 985 000
	Stadtobligationen					
I, 1		15 000 000	99.30	14 895 000	15 000 000	14 895 000
					17 000 000	16 880 000
					Obligationen	

	Bankaktien					
I, 39		375 000	—	675 000		
66		3 500 000	118	4 130 000		
V, 75		3 000 000	120	3 600 000	6 875 000	8 405 000
I, 11	Als Gegenwert der Bank der Sicherheitsfonds überwiesen	6 200 000	100	6 200 000		
I, 66	Übernahme zweier Banken	1 000 000	100	1 000 000	7 200 000	7 200 000
	Verkehrsaktien					
I, 14		1 000 000	100	1 000 000		
122		186 000	100	186 000	1 186 000	1 186 000
I, 7	Als Kaufpreis für acht Dampfer der Woermann-Linie	5 000 000	130	6 500 000	5 000 000	6 500 000
	Baubanken-Terrainaktien					
I, 25		2 800 000	136	3 808 000	2 800 000	3 808 000
	Versicherungsaktien					
I, 101		484 000	1600 p. St.	774 400		
		2 667 000	1500 p. St.	4 000 500	3 151 000	4 774 900
	Industrieaktien					
I, 10		600 000	140	840 000		
I, 13		976 000	260	2 537 600		
I, 31		270 000	—	472 500		
74		210 000	117	245 700		
69		604 000	106	640 240		
I, 77		500 000	205	1 025 000		
80	Erlös z. Ankauf ausländ. Aktien	2 800 000	100	2 800 000		
82		48 000	117.50	56 400		
127		127 000	100	127 000		
III, 1		500 000	120	600 000		

Laufende Nummer d. Vierteljahrshefte (I 1909) Die römische Ziffer bedeutet d. Nummer der Börse	Bemerkungen	Nominal-betrag in Mark	Kurs	Realbetrag Mark	Die Summen der Rubriken	
					Nominalwert Mark	Kurswert Mark
1	2	3	4	5	6	7
IV, 2		562 500	—	1 012 500		
		187 500	—	337 500		
V, 3		1 658 000	230	3 813 400		
		9 000	415	37 350		
39		1 000 000	225	2 250 000		
VI, 4		3 321 000	100	3 321 000		
XII, 2		2 057 148	200	4 114 295		
14		200 000	240	480 000		
XIII, 4		200 000	100	200 000		
XIII, 5		1 500 000	100	1 500 000		
XIV, 1		750 000	115	862 500		
XVIII, 1		350 000	125	437 500		
XIX, 8		175 000	—	325 000	18 605 148	28 035 485
I, 88	Umgründung	18 000 000	110	19 800 000		
127	"	1 373 000	—	1 373 000		
V, 39	Übernahme einer G. m. b. H.	200 000	—	200 000		
XIX, 31	Umgründung	3 000 000	—	3 000 000	22 573 000	24 373 000
					67 390 148	84 282 385
					Aktien	

	c) in 1908					
	Staatsanleihen					
I, 106	Subskription	100 000 000	99.40	99 400 000		
I, 6	„	65 000 000	98.50	64 025 000		
8	„	34 000 000	98.50	33 490 000		
21	„	15 000 000	98.80	14 820 000		
36	„	60 000 000	99.60	59 760 000		
58	„	3 000 000	99.25	2 977 500		
62	„	250 000 000	99.50	248 750 000		
63	„	400 000 000	99.50	398 000 000		
95	„	3 000 000	98.90	2 967 000		
111	„	20 000 000	98.50	19 700 000		
121	„	9 000 000	99.—	8 910 000		
I, 128	„	3 000 000	99.25	2 977 500		
	Absatz laut Saling	7 000 000	99.25	6 947 500		
153	Subskription	3 000 000	99.25	2 977 500		
165	„	181 000 000	98.50	178 285 000		
V, 5	„	30 000 000	99.75	29 925 000		
86	„	10 000 000	101.—	10 100 000	1 193 000 000	1 184 012 000
	Provinzobligationen					
I, 12, 85, 145,	Absatz aus Schulte: „Die deutsch. Bodenkreditinstitute“	30 000 000	99.30 99.10 100.10	9 930 000 9 910 000 10 010 000		
I, 2	Absatz laut Saling	4 000 000	98.—	3 920 000		
3	„	5 908 000	89.50	5 287 660		
3	„	7 347 000	99.—	7 273 530		
15	„	30 000 000	99.—	29 700 000		
136		2 000 000	99.—	1 980 000	79 255 000	78 011 190
	Stadtobligationen					
I, 16	Subskription	10 000 000	98.—	9 800 000		
17	„	12 000 000	98.10	11 772 000		
34	„	5 000 000	97.90	4 895 000		

Laufende Nummer d. Vierteljahrshefte (I 1909) Die römische Ziffer bedeutet d. Nummer der Börse	Bemerkungen	Nominalbetrag in Mark	Kurs	Realbetrag Mark	Die Summen der Rubriken	
					Nominalwert Mark	Kurswert Mark
1	2	3	4	5	6	7
	Stadtobligationen					
I, 38	Subskription	8 000 000	97.90	7 832 000		
45	„	3 000 000	97.90	2 937 000		
46	„	9 800 000	98.10	9 613 800		
53	„	12 000 000	99.80	11 976 000		
56	„	1 200 000	98.—	1 176 000		
60	„	2 000 000	98.—	1 960 000		
76	„	5 000 000	98.—	4 900 000		
92	„	15 000 000	97.90	14 685 000		
100	„	7 000 000	97.80	6 846 000		
108	„	20 000 000	98.375	19 675 000		
109	„	3 000 000	97.60	2 928 000		
112	„	7 000 000	97.90	6 853 000		
129	„	36 500 000	98.25	35 861 250		
130	„	20 000 000	99.—	19 800 000		
132	Absatz laut Saling	5 000 000	97.90	4 895 000		
148	Subskription	5 000 000	98.60	4 930 000		
157	„	2 599 000	97.50	2 534 025		
182	„	3 000 000	99.60	2 988 000		
V, 32	„	2 000 000	97.80	1 956 000		
60	„	1 500 000	97.80	1 467 000		
64	„	4 000 000	98.25	3 930 000		
74	„	4 000 000	96.60	3 864 000		
80	„	2 000 000	97.30	1 946 000		

V, 95	Absatz laut Saling	2 500 000	99.80	2 495 000		
VI, 2	Subskription	2 250 000	97.25	2 351 505		
	„	168 000				
XIV, 6	„	10 000 000	98.50	9 850 000		
	„	6 000 000	98.50	5 910 000		
8	„	1 000 000	98.50	985 000		
12	„	900 000	98.50	886 500		
16	„	7 500 000	99.—	7 425 000	235 917 000	231 923 080
	Verkehrsobligationen					
I, 14	Absatz angegeben	450 000	99.—	445 500		
24	Subskription	25 000 000	98.50	24 625 000		
44	„	20 000 000	99.25	19 850 000		
V, 67	„	3 188 000	100.—	3 188 000		
XIX, 41	„	1 500 000	99.—	1 485 000	50 138 000	49 593 500
	Baubanken-Terrain-obligationen					
I, 55	Subskription	2 000 000	99.50	1 990 000		
59	„	4 000 000	100.—	4 000 000	6 000 000	5 990 000
	Industrieobligationen					
I, 9	Subskription	25 000 000	100.—	25 000 000		
35	„	10 000 000	98.50	9 850 000		
64	„	253 000	100.—	253 000		
83	„	4 000 000	99.50	3 980 000		
87	„	20 000 000	96.25	19 250 000		
89	„	15 000 000	98.75	14 812 500		
97	„	1 000 000	98.75	987 500		
102	„	3 000 000	99.50	2 985 000		
105	„	10 000 000	98.75	9 875 000		
120	„	15 000 000	100.50	15 075 000		
140	Absatz angegeben	1 000 000	101.—	1 010 000		

Laufende Nummer d. Vierteljahrshefte ,(I 1909) Die römische Ziffer bedeutet d. Nummer der Börse	Bemerkungen	Nominalbetrag in Mark	Kurs	Realbetrag Mark	Die Summen der Rubriken	
					Nominalwert Mark	Kurswert Mark
1	2	3	4	5	6	7
I, 158	Davon 7 Mill. per Subskription	15 000 000	100.—	15 000 000		
161	Subskription	7 500 000	99.25	7 443 750		
V, 13	„	2 500 000	98.50	2 462 500		
VII, 10	„	1 200 000	99.75	1 197 000		
11	„	1 000 000	99.50	995 000		
12	„	1 300 000	99.50	1 293 500		
XII, 13	„	2 500 000	99.—	2 475 000		
XIII. 16	„	800 000	99.50	796 000		
XIV, 18	„	5 000 000	100.—	5 000 000		
XVIII, 9	Absatz laut Saling	600 000	101.50	609 000		
XIX, 10	Subskription	6 400 000	98.75	6 320 000		
22	„	1 250 000	99.—	1 237 500	149 303 000	147 907 250
I, 127	Umgründung 1907; 1908 zur Zeichnung aufgelegt	1 000 000	99.—	990 000	1 000 000	990 000
					1 714 613 000	1 698 427 020
					Obligationen	
	Bankaktien					
I, 39	Restzahlung, Bezugsrecht	1 125 000	—	1 125 000		
116	Bezugsrecht	3 000 000	147.—	4 410 000		
150	„	6 000 000	109.—	6 540 000		
160	„	10 000 000	145.—	14 500 000		

V. 71	Bezugsrecht	3 000 000	150.—	4 500 000		
XI, 19	„	1 785 000	160.—	2 856 000	24 910 000	33 931 000
XI. 19	Übernahme einer Bank	760 000	—	760 000	760 000	760 000
	Verkehrsaktien					
I, 138	Bezugsrecht	3 465 000	150.—	5 197 500		
180	„	1 000 000	110.—	1 100 000	4 465 000	6 297 500
I. 14	1907 Bezugsrecht, 1908 aufgelegt zur Zeichnung	500 000	105.—	525 000	500 000	525 000
	Kolonialaktien					
I. 71		11 000 000	94.30	10 373 000	11 000 000	10 373 000
	Industrieaktien					
I, 31	Restzahlung. Bezugsrecht	405 000	—	405 000		
33	Bezugsrecht	900 000	150.—	1 350 000		
61	„	2 000 000	150.—	3 000 000		
72	„	500 000	150.—	750 000		
75	„	400 000	116.—	464 000		
82	„	550 000	112.50	618 750		
91	„	700 000	104.—	728 000		
97	„	1 000 000	155.—	1 550 000		
98	„	2 000 000	150.—	3 000 000		
103	„	9 000 000	180.—	16 200 000		
114	„	600 000	135.—	810 000		
117	„	500 000	145.—	725 000		
119	„	700 000	150.—	1 050 000		
123	„	330 000	130.—	429 000		
124	„	2 000 000	110.—	2 200 000		
125	„	7 000 000	105.—	7 350 000		
126	„	3 658 000	105.—	3 840 900		
	Freihändig begeben	500 000	250.—	1 250 000		
131	Bezugsrecht	7 200 000	103.—	7 416 000		

Laufende Nummer d. Vierteljahrshefte (I 1909) Die römische Ziffer bedeutet d. Nummer der Börse	Bemerkungen	Nominalbetrag in Mark	Kurs	Realbetrag Mark	Die Summen der Rubriken	
					Nominalwert Mark	Kurswert Mark
1	2	3	4	5	6	7
I, 133	Bezugsrecht	500 000	145.—	725 000		
147	3 Mill. Bezugsrecht	4 000 000	115.—	4 600 000		
154	Bezugsrecht	4 000 000	150.—	6 000 000		
158	„	7 000 000	105.—	7 350 000		
168	„	2 546 000	250.—	6 365 000		
170	„	1 000 000	240.—	2 400 000		
176	„	1 000 000	160.—	1 600 000		
177	„	366 000	130.—	475 800		
178	„	900 000	150.—	1 350 000		
184	1. Rate. Bezugsrecht	3 500 000	—	4 480 000		
IV, 2	Restzahlung	187 500	—	187 000		
2	„	562 500	—	562 500		
V, 90	Bezugsrecht	1 250 000	165.—	2 062 500		
XI, 35		100 000	100.—	100 000		
XIII, 11	Bezugsrecht	1 000 000	103.50	1 035 000		
14	„	325 000	130.—	422 500		
XVIII, 5	„	500 000	103.—	515 000		
6	„	250 000	110.—	275 000		
XIX, 8	„	325 000	—	325 000		
44	„	4 000 000	115.—	4 600 000	73 255 000	98 566 950
I, 99	Umgründung 1906; zur Zeichnung aufgelegt 1908	6 500 000	135.—	8 775 000		
I, 143	desgl. Zeichnung	5 000 000	170.—	8 500 000		
I, 98	Übernahme einer Gewerkschaft und einer G. m. b. H.	15 000 000	100.—	15 000 000		

I, 125	Der Erlös zum Ankauf von Kuxen	B.R. 8 000 000	—	8 400 000		
I, 126	desgl.	842 000	—	885 000		
I, 146	Übernahme einer Bergbau-Genossenschaft m. b. H.	B.R. 1 000 000	110.—	1 100 000		
I, 158	Der Erlös zum Ankauf von Kuxen	B.R. 8 000 000	—	8 000 000		
I, 64	Bezugsrecht 1906; zur Zeichnung aufgelegt 1908	500 000	122.50	612 500		
I, 147	ausgegeben 1894 und 1899; 1908 zur Zeichnung aufgelegt	4 500 000	142.50	6 412 500	49 342 000	57 685 000
					164 232 000	208 138 450
					Aktien	
	d) in 1909					
	Provinzobligationen					
I, 166	Aufgelegt 2. Januar 1909	5 000 000	101.75	5 087 500	5 000 000	5 087 500
					Obligationen	
	Industrieaktien					
I, 184	25%ige Einzahlung am 2. Jan. 1909; 50%ige Restzahlung am 1. Febr. 1909	10 500 000	—	10 500 000	10 500 000	10 500 000
					Aktien	

Tabelle VIII.

Inländische Emissionen[1],[2],[3]) des Börsenkalenders d. Frankf. Ztg. verglichen mit den Zulassungsbeträgen der Vierteljahrshefte zur Statistik des Deutschen Reiches.

Jahr 1908.

Die einzelnen Posten				Die Summen		
Laufende Nr. im Börsenkalender	Frankfurter Zeitung	Laufende Nr. in den Vierteljahrsheften	Vierteljahrshefte	Laufende Nr. d. Anmerk.	Frankfurter Zeitung	Vierteljahrshefte
	Betrag		Betrag			
1	2	3	4	5	6	7
	Tausende Mark nominal					
	Staatsanleihen					
7	30 000	V, 5	30 000	1		
12	65 000	I, 6	65 000	2		
18	15 000	I, 21	15 000	3		
43	60 000	I, 36	60 000	4		
84	650 000	I, 62, 63	650 000	5		
136	4 000	XIX, 19	4 000	6		
153	20 000	I, 111	20 000	7		
165	30 000	I, 121	30 000	8		
281	8 775	I, 179	8 775	9		
178	10 000	I, 104	10 000	10		

[1]) Soweit ich feststellen konnte, welche Zulassungen von den Vierteljahrsheften als „Umwandlung“ usw. bezeichnet werden, haben die betreffenden Posten ein †; sonst ein ?

[2]) Um zu finden, wie sich in der Genauigkeit der Zählung die beiden Statistiken zueinander verhalten, mußte die zeitliche Verschiedenheit in der Einstellung der Posten berücksichtigt werden. Es wurden daher alle die Posten, die **1908** in einer der beiden Statistiken fehlen, früher oder später aber auch gezählt sind, mit fetten Ziffern in die Spalte der betreffenden Statistik eingestellt. Außer Betracht blieb, ob diese frühere oder spätere Zählung mit einem niedrigeren oder höheren Betrag erfolgte.

[3]) Die Emissionen sind so gruppiert, daß in jeder Rubrik zunächst die in beiden Statistiken mit gleichem Betrag enthaltenen Posten aufgeführt sind, dann folgen die Posten mit verschiedenem Betrag; dann diejenigen, die nur in der Frankfurter Zeitung enthalten sind und zuletzt solche, die nur in den Vierteljahrsheften enthalten sind.

Die Zahlen des Börsenkalenders der Frankfurter Zeitung besagen nur, daß die Emission in den zusammengefaßten Tabellen der Frankfurter Zeitung berücksichtigt wurde, nicht aber auch, daß sie mit dem gleichen Betrag berücksichtigt wurde.

Die im Börsenkalender 1909 (46. Jahrg.) zusammengestellten Emissionen sind von mir fortlaufend numeriert worden (S. 76—91 des Börsenkalenders; Nr. 1—309). Die Rubriken sind diejenigen der Vierteljahrshefte 1909 I, S. 215/216, mit welchen sie in den Endsummen übereinstimmen, mit Ausnahme der Staatsanleihen, die um 2 Mill. differieren.

Die einzelnen Posten				Die Summen		
Laufende Nr. im Börsenkalender	Frankfurter Zeitung	Laufende Nr. in den Vierteljahrsheften	Vierteljahrshefte	Laufende Nr. d. Anmerk.	Frankfurter Zeitung	Vierteljahrshefte
	Betrag		Betrag			
1	2	3	4	5	6	7
			Tausende Mark nominal			
			Staatsanleihen			
178	8 000	I, 104	8 000	11		
254	10 000	I, 128	10 000	12	910 775	910 775
4	181 000	I. 165	210 000	13		
6	34 000	I, 8	35 000	14		
81	3 000	I. 58	5 000	15		
142	3 000	I, 95	5 000	16		
170	100 000	I. 106	200 000	17		
226	3 000	I, 153	10 000	18		
283	10 000	V. 86	15 000	19	334 000	480 000
137	1 500		**1 500**	20	1 500	**1 500**
		I. 18	6 000	21		
		I, 48	† 40 000	22		
		I, 141	† 100 000	23		
		I, 142	† 145 000	24		
			Tausch			† 377 467
		XI, 40	† 92 467	25	**6 000**	12 000
	6 000	XIX, 21	6 000	26		
					1 246 275	1 780 242
					Staatsanleihen	
			Provinzialanleihen			
5	50 000	I, 3	50 000	27		
5	50 000	I, 3	50 000	28		
25	10 000	I, 12	10 000	29		
26	30 000	I, 15	30 000	30		
217	2 000	I, 136	2 000	31		
277	8 200	I, 166	8 200	32		
144	10 000	I, 85	10 000	33		
242	10 000	I, 145	10 000	34	170 200	170 200
		I, 2	4 000	35		4 000
					170 200	174 200
					Provinzialanleihen	

Die einzelnen Posten				Die Summen		
Laufende Nr. im Börsenkalender	Frankfurter Zeitung	Laufende Nr. in den Vierteljahrsheften	Vierteljahrshefte	Laufende Nr. d. Anmerk.	Frankfurter Zeitung	Vierteljahrshefte
	Betrag		Betrag			
1	2	3	4	5	6	7
		Tausende Mark nominal				
		Städteobligationen				
27	12 000	I, 17	12 000	36		
28	10 000	I, 16	10 000	37		
31	10 000	XIV, 6	10 000	38		
37	9 800	I, 46	9 800	39		
38	1 750	I, 30	1 750	40		
40	5 000	I, 34	5 000	41		
45	8 000	I, 38	8 000	42		
59	12 000	I, 53	12 000	43		
61	2 000	V, 32	2 000	44		
62	2 000	I, 60	2 000	45		
66	2 700	I, 32	2 700	46		
69	5 000	I, 76	5 000	47		
76	7 000	I, 47	7 000	48		
122	15 000	I, 92	15 000	49		
123	4 000	V, 74	4 000	50		
139	7 000	I, 100	7 000	51		
148	3 000	I, 109	3 000	52		
159	20 000	I, 108	20 000	53		
176	36 500	I, 129	36 500	54		
184	5 000	I, 132	5 000	55		
191	2 000	V, 57	2 000	56		
192	4 000	V, 64	4 000	57		
195	4 450	I, 110	4 450	58		
201	1 000	V, 63	1 000	59		
210	20 000	I, 130	20 000	60		
216	1 500	V, 60	1 500	61		
229	5 000	I, 148	5 000	62		
260	4 100	I, 167	4 100	63		
275	2 500	V, 95	2 500	64		
284	3 000	I, 182	3 000	65		
54	4 650	I, 41	†4 655	66		
131	2 600	I, 157	2 599	67		
215	3 000	I, 135	†2 971	68		
290	5 900	I, 186	5 910	69	241 450	241 434
53	1 120	I, 56	1 200	70		
55	7 000	I, 45	†{3 000 / **4 000**	71		
72	2 000	I, 47	4 000	72		
96	900	XIV, 12	1 000	73		
132	2 250	VI, 2	2 500	74		
231	10 000	I, 144	40 000	75	23 270	51 700

Die einzelnen Posten				Die Summen		
Laufende Nr. im Börsenkalender	Frankfurter Zeitung	Laufende Nr. in den Vierteljahrsheften	Vierteljahrshefte	Laufende Nr. d. Anmerk.	Frankfurter Zeitung	Vierteljahrshefte
	Betrag		Betrag			
1	2	3	4	5	6	7
			Tausende Mark nominal			
			Städteobligationen			
1	5 000		**5 000**	76		
2	20 000		**20 000**	77		
8	700		**700**	78		
9	7 000			79		
15	20 500		**20 500**	80		
24	1 000			81		
32	1 700			82		
92	400		**400**	83		
126	2 000		**2 000**	84		
145	50 000		**50 000**	85		
169	2 000			86		
289	2 830		**2 830**	87		
298	2 000		**2 000**	88		
308	3 800		**3 800**	89		
138(177)	500		**500**	90	119 430	**107 730**
	15 000	I, 1	15 000	91		
		I, 52	7 000	92		
		II, 1	4 000	93		
		II, 15	4 000	94		
		V, 80	2 000	95		
		XI. 29	1 500	96		
		XIV, 6	6 000	97		
		XIV, 8	1 000	98		
		XIV, 16	25 000	99		
	600	XVI, 2	600	100	**15 600**	66 100
					384 150	359 234
					Städteobligationen	
			Verkehrsobligationen			
47	25 000	I, 24	25 000	101		
77	2 000	V, 26	2 000	102		
209	1 000	I, 134	1 000	103		
213	4 000	V, 67	†4 000	104		
262	1 200	I, 163	1 200	105		
292	1 500	XIX, 41	1 500	106	34 700	34 700
34	1 000	I, 14	1 500	107		
83	20 000	I, 44	30 000	108	21 000	31 500
57	2 300		**2 300**	109	2 300	**2 300**
					58 000	66 200
					Verkehrsobligationen	

Die einzelnen Posten				Die Summen		
Laufende Nr. im Börsenkalender	Frankfurter Zeitung	Laufende Nr. in den Vierteljahrsheften	Vierteljahrshefte	Laufende Nr. d. Anmerk.	Frankfurter Zeitung	Vierteljahrshefte
	Betrag		Betrag			
1	2	3	4	5	6	7
	Tausende Mark nominal					
	Baubanken-, Terrain- und Immobiliengesellschaftsobligationen					
110	2 000	I, 55	2 000	110	2 000	2 000
103	4 000	I, 59	7 000	111	4 000	7 000
					6 000	9 000
					Baubanken-Terraingesellschaftsobligationen	
	Industrieobligationen					
22	25 000	I, 9	25 000	112		
46	8 000	XIX, 10	8 000	113		
67	2 500	V, 13	2 500	114		
87	5 000	XII, 13	5 000	115		
105	500	I, 64	500	116		
121	10 000	I. 84	10 000	117		
130	10 000	I, 57	10 000	118		
140	1 250	XIX, 22	1 250	119		
147	5 000	XIV, 18	5 000	120		
156	6 500	I, 88	6 500	121		
157	15 000	I, 115	15 000	122		
164	15 000	I, 89	15 000	123		
166	10 000	I, 105	† 10 000	124		
168	1 000	I, 97	1 000	125		
173	1 400	V. 50	1 400	126		
174	3 000	I, 102	3 000	127		
194	3 000	I, 99	3 000	128		
198	1 000	I, 127	1 000	129		
214	15 000	I, 120	15 000	130		
219	1 200	I, 137	1 200	131		
223	2 000	I, 140	2 000	132		
235	500	XIX. 32	500	133		
237	1 120	I, 146	1 120	134		
257	700	I, 139	700	135		
261	15 000	I, 158	15 000	136		
263	1 200	VII, 10	1 200	137		
267	5 000	I, 35	5 000	138	164 870	164 870
65	15 000	I, 35	† 20 000	139		
133	4 000	I. 83	5 000	140		
149	20 000	I, 87	50 000	141		
224	1 000	VII, 11	2 000	142		
274	7 500	I, 161	18 000	143	47 500	95 000

Die einzelnen Posten				Die Summen		
Laufende Nr. im Börsenkalender	Frankfurter Zeitung	Laufende Nr. in den Vierteljahrsheften	Vierteljahrshefte	Laufende Nr. d. Anmerk.	Frankfurter Zeitung	Vierteljahrshefte
	Betrag		Betrag			
1	2	3	4	5	6	7
			Tausende Mark nominal			
			Industrieobligationen			
70	2 000			144		
73	1 200			145		
74	2 000			146		
133	3 240			147		
196	5 000		**5 000**	148		
205	2 000		**2 000**	149		
206	1 000			150		
266	500			151		
269	18 000		**18 000**	152		
271	5 000		**5 000**	153		
272	1 500			154		
305	8 000		**8 000**	155		
306	2 000		**2 000**	156		
161	16 000			157	67 440	**40 000**
		I, 5	D.-Z. (4 000)	158		
		I, 23	1 000	159		
		I, 90	5 000	160		
		I, 176	1 000	161		
		I, 184	8 000	162		
		VII, 12	† 2 000	163		
		XI, 35	700	164		
		XIII, 4	500	165		
		XIII, 8	500	166		
		XIII, 16	800	167		
		XVIII, 4	1 500	168		
		XVIII, 8	600	169		
		XVIII, 9	600	170		26 200
					279 810	286 070
					Industrieobligationen	
			Bankaktien			
78	3 000	V, 71	3 000	171		
79	3 000	I, 116	3 000	172		
248	10 000	I, 160	10 000	173	16 000	16 000
95	1 790	XI, 19	7 000	174		
172	6 000	I, 150	? 8 000	175	7 790	15 000
63	1 750			176		
88	1 000			177		
127	750			178		

Die einzelnen Posten				Die Summen		
Laufende Nr. im Börsenkalender	Frankfurter Zeitung	Laufende Nr. in den Vierteljahrsheften	Vierteljahrshefte	Laufende Nr. d. Anmerk.	Frankfurter Zeitung	Vierteljahrshefte
	Betrag		Betrag			
1	2	3	4	5	6	7
		Tausende Mark nominal				
		Bankaktien				
221	1 000		**1 000**	179		
236	1 000		**1 000**	180	5 500	**2 000**
		I, 11	6 200	181		
	1 500	I, 39	1 500	182		
		I, 43	?1 000	183		
	4 500	I, 66	?4 500	184		
		I, 151	8 000	185		
		V, 54	4 000	186		
	3 000	V, 75	3 000	187	**9 000**	28 200
					29 290	59 200
					Bankaktien	
		Verkehrsgesellschaftsaktien				
190	1 000	I, 180	1 000	188	1 000	1 000
33	500	I, 14	1 500	189		
83	3 465	I, 138	4 210	190	3 965	5 710
208	1 000			191		
305	1 100		**1 100**	192	2 100	**1 100**
	5 000	I, 7	5 000	193		
		I, 122	†3 199	194		
		XIII, 17	1 000	195	**5 000**	9 199
					7 065	15 909
					Verkehrsgesellschaftsaktien	
		Baubanken-, Terrain- usw. Aktien				
118	3 800	I, 67	3 800	196	3 800	3 800
225	500			197	500	
	3 300	I, 25	3 300	198	**3 300**	3 300
					4 300	7 100
					Baubanken-, Terrain- usw. Aktien	
		Versicherungsaktien				
	4 400	I, 101	†4 000	199	**4 000**	4 000
					Versicherungsaktien	

Die einzelnen Posten				Die Summen		
Laufende Nr. im Börsenkalender	Frankfurter Zeitung	Laufende Nr. in den Vierteljahrsheften	Vierteljahrshefte	Laufende Nr. d. Anmerk.	Frankfurter Zeitung	Vierteljahrshefte
	Betrag		Betrag			
1	2	3	4	5	6	7
		Tausende Mark nominal				
	Kolonialgesellschaftsaktien					
125	11 000	I, 71	11 000	200	11 000	11 000
98	1 000			201		
99	1 000			202		
151	2 000			203	4 000	
		XIX, 27	† 1 200	204		
		Genußscheine (2 400)		205		3 600
					15 000	14 600
					Kolonialgesellschaftsaktien	
	Industrieaktien					
10	3 000	I, 4	3 000	206		
13	1 200	XIV, 2	1 200	207		
21	900	I, 33	900	208		
36	2 000	I, 61	2 000	209		
48	3 700	I, 31	3 700	210		
51	900	I, 178	900	211		
64	600	I, 114	600	212		
68	1 000	I, 97	1 000	213		
89	500	I. 72	500	214		
95	9 000	I, 103	9 000	215		
101	700	I, 119	700	216		
102	15 000	I, 125	15 000	217		
104	1 300	I, 64	1 300	218		
106	15 000	I, 158	15 000	219		
113	1 000	I, 146	1 000	220		
119	2 500	III, 1	2 500	221		
120	10 000	I. 84	? 10 000	222		
141	2 910	I, 168	2 906	223		
155	18 000	I, 88	18 000	224		
158	2 000	I, 124	2 000	225		
180	500	I, 133	500	226		
189	2 800	I, 80	2 800	227		
200	3 000	XIX, 31	3 000	228		
243	1 250	V, 90	1 250	229		
253	4 000	XIX, 44	4 000	230		
258	1 150	I, 139	1 150	231		
268	1 000	I, 176	1 000	232	104 910	104 910

Die einzelnen Posten				Die Summen		
Laufende Nr. im Börsenkalender	Frankfurter Zeitung	Laufende Nr. in den Vierteljahrsheften	Vierteljahrshefte	Laufende Nr. d. Anmerk.	Frankfurter Zeitung	Vierteljahrshefte
	Betrag		Betrag			
1	2	3	4	5	6	7
		Tausende Mark nominal				
		Industrieaktien				
23	500	I, 117	1 500	233		
42	2 000	I, 98	17 000	234		
116	500	I, 82	1 250	235		
118a		I, 70	1 000	236		
163	4 000	I, 154	5 000	237		
193	6 200	I, 99	8 500	238		
197	1 000	I, 127	1 500	239		
211	1 000	I, 170	1 250	240		
244	3 000					
162	4 500	I, 147	10 000	241		
245	5 000	I, 143	10 500	242		
249	14 000	I, 184	?18 000	243	41 700	75 500
14	200		**200**	244		
16	2 500		**2 500**	245		
29	350			246		
75	1 000			247		
85	1 250			248		
94	500			249		
100	500			250		
107	500		**500**	251		
109	600			252		
112	350			253		
114	1 000		**1 000**	254		
115	3 000			255		
117	2 000		**2 000**	256		
124	3 000			257		
129	2 330		**2 330**	258		
134	8 900		**8 900**	259		
135	1 000			260		
143	720			261		
160	3 000		**3 000**	262		
182	1 000			263		
186	600			264		
187	800			265		
188	12 600		**12 600**	266		
220	1 000		**1 000**	267		
227	4 020			268		
228	1 000			269		
230	1 000		**1 000**	270		
239	1 500			271		
240	2 000		**2 000**	272		

Die einzelnen Posten				Die Summen		
Laufende Nr. im Börsenkalender	Frankfurter Zeitung	Laufende Nr. in den Vierteljahrsheften	Vierteljahrshefte	Laufende Nr. d. Anmerk.	Frankfurter Zeitung	Vierteljahrshefte
	Betrag		Betrag			
1	2	3	4	5	6	7
		Tausende Mark nominal				
		Industrieaktien				
241	1 500			273		
247	300			274		
255	**1 500**			275		
259	5 000		**5 000**	276		
265	5 000		**5 000**	277		
279	1 200		**1 200**	278		
280	500		**500**	279		
282	500		**500**	280		
285	500			281		
294	7 000		**7 000**	282		
295	1 000			283		
302	500		**500**	284		
303	4 710		**4 710**	285		
309	10 000		**10 000**	286	97 430	**71 440**
	600	I, 10	600	287		
	2 700	I, 13	2 700	288		
		I, 23	? 1 976	289		
	1 000	I, 26	1 000	290		
	500	I, 51	500	291		
		I, 54	? 600	292		
		I, 68	350	293		
		I, 69	? 1 200	294		
		I, 74	510	295		
		I, 75	400	296		
		I, 77	? 1 500	297		
		I, 78	7 800	298		
		I, 91	750	299		
		I, 113	200	300		
		I, 123	350	301		
		I, 126	5 000	302		
		I, 131	7 200	303		
		I, 152	? 500	304		
		I, 155	? 5 500	305		
		I, 169	2 000	306		
		I, 177	366	307		
	2 250	IV, 2	2 250	308		
	2 500	V, 3	2 500	309		
		V, 16	? 525	310		
	1 200	V, 39	1 200	311		
		V, 88	? 1 500	312		
		VI, 4	3 321	313		

Die einzelnen Posten				Die Summen		
Laufende Nr. im Börsenkalender	Frankfurter Zeitung	Laufende Nr. in den Vierteljahrsheften	Vierteljahrshefte	Laufende Nr. d. Anmerk.	Frankfurter Zeitung	Vierteljahrshefte
	Betrag		Betrag			
1	2	3	4	5	6	7
		Tausende Mark nominal				
		Industrieaktien				
		XI, 17	500	314		
		XI, 35	100	315		
	2 057	XII, 2	2 057	316		
		XII, 14	200	317		
		XIII, 4	800	318		
		XIII, 5	1 500	319		
		XIII, 11	1 000	320		
		XIII, 14	350	321		
		XIV, 1	750	322		
		XVIII, 1	350	323		
		XVIII, 5	500	324		
		XVIII, 6	250	325		
		XIX, 4	? 1 950	326		
		XIX, 8	500	327		
		XIX, 17	2 000	328	**12 807**	65 105
					244 040	245 512
					Industrieaktien	

Anmerkungen zu Tabelle VIII in der Reihenfolge der Nummern von Spalte 5.

1. 4 % Württemberger.
2. 4 „ Hamburg.
3. 4 „ Bremen.
4. 4 „ Bayern.
5. 4 „ Preußen und Reich.
6. 4 „ Lübeck.
7. 4 „ Hessen.
8. 4½ % Schutzgebiet.
9. 4½ „ Desgleichen.
10. 4 % Sächsische Landeskreditkasse Weimar.
11. 4 „ Desgleichen.
12. 4 „ Herzogliche Landeskreditanstalt Gotha.
13. 4, 3¾, 3½ % Preußische Konsols.
    Zulassungsbetrag 210 Mill.

14. 4% Baden.
    Zulassung 35 Mill., zur Zeichnung aufgelegt 34 Mill.
15. 4 „ Herzogliche Landeskreditanstalt Gotha.
    Zur Zulassung kamen 5 Mill., davon 2 Mill. bereits 1907 untergebracht.
16. 4 „ Herzoglich Sachsen-Meiningensche Landeskreditanstalt.
    Zulassung 5 Mill., zur Zeichnung aufgelegt 3 Mill.
17. 4 „ Preußische Schatzscheine.
    Von einem Konsortium 200 Mill. übernommen und zur Zulassung gebracht; davon 100 Mill. zur Zeichnung aufgelegt. Im Börsenkalender sind 100 Mill. eingestellt, in den Vierteljahrsheften 200 Mill.
18. 4 „ Staatliche Kreditanstalt des Herzogtums Oldenburg.
    Zulassungsbetrag 10 Mill., davon 3 Mill. zur Zeichnung aufgelegt.
19. 4 „ Württemberger.
    15 Mill. zugelassen; davon 10 Mill. zur Zeichnung aufgelegt.
20. 4 „ Braunschweig-Lüneburgische Landesschuldverschreibungen.
    Serie VIII 10 Mill.; zugelassen 1900 am 28. November, siehe Vierteljahrsh. 1901 I S. 284 Nr. 39. Von diesen 10 Mill. wurden nur 5 Mill. zur Zeichnung aufgelegt; weitere 1,5 Mill. am 10. Juni 1908.
21. 4 „ Großherzoglich Sächsische Landeskreditkasse Weimar.
    Einführung 1. Mai 1908.
22. 4 „ Reichsschatzanweisungen von 1908.
    Zur Einlösung von Serie I und II.
23. 4 „ Reichsschatzscheine.
    Zur Einlösung von Serie III von 1904.
24. 4 „ Preußische Schatzscheine.
    Zum Umtausch von 3½%igen.
25. 3½% Bayerische Eisenbahnobligationen.
    Zum Umtausch der Aktien der pfälzischen Eisenbahnen auf 1. Januar 1909.
26. 4% Lübecker Staatsanleihen von 1906.
    Dürfen vor 31. Dezember 1908 nicht auf den Markt gebracht werden. Enthalten im Börsenkalender 1910 S. 21.
27. 4 „ Ostpreußen.
28. 3½% Desgleichen.
29. 4% Westfalen.
30. 4 „ Rheinprovinz.
31. 4 „ Westpreußen.
32. 4 „ Brandenburg.
33. 4 „ Westfalen.
34. 4 „ Desgleichen.
35. 4 „ Pommern.
    Einführung 13. Januar 1908.

36. 4% Dortmund.
37. 4 „ Barmen.
38. 4 „ Leipzig.
39. 4 „ Schöneberg.
40. 4 „ Regensburg.
41. 4 „ Altona.
42. 4 „ Krefeld.
43. 4 „ Wiesbaden.
44. 4 „ B'Baden.
45. 4 „ Halle.
46. 4 „ Essen.
47. 4 „ Nürnberg.
48. 4 „ Mannheim.
49. 4 „ München.
50. 4 „ Augsburg.
51. 4 „ Kiel.
52. 4 „ Aachen.
53. 4 „ Charlottenburg.
54. 4 „ Köln.
55. 4 „ Elberfeld.
56. 4 „ Passau.
57. 4 „ Mülhausen i. E.
58. 4 „ Danzig.
59. 4 „ Ulm.
60. 4 „ Frankfurt.
61. 4 „ Worms.
62. 4 „ Dortmund.
63. 4 „ Münster.
64. 4 „ Forbach.
65. 4 „ Stendal.
66. 4 „ Dresden.

Ist der Restbetrag der im April 1906 zugelassenen 10 Mill. zu 3½%. Siehe Vierteljahrsh. 1907 S. 299 Heft I Nr. 9. Von den Vierteljahrsheften gezählt als Konversion.

67. 4 „ Mülheim a. Rh.
68. 4 „ Mainz von 1905.

Restbetrag der bereits 1905 als 3½%ige Anleihe zugelassenen 6 Mill. Von den Vierteljahrsheften gezählt als Konversion.

69. 4 „ Posen Stadt.
70. 4 „ Quedlinburg.
71. 4 „ Düsseldorf.

3 Mill. sind auch in den Vierteljahrsheften enthalten; sie sind ein Teilbetrag der bereits 1903 als 3½%ige Anleihe zugelassenen 20 Mill.; von den Vierteljahrsheften für 1908 als Konversion gezählt.

4 Mill. stellen Subskription und Einführung 1908 auf Grund früherer Zulassung dar. Siehe Vierteljahrsh. 1908 I S. 346.

72. 4% Duisburg.
Zulassung 4 Mill. Einführung 1908.

73. 4 „ Gera von 1908.
Zulassung 1 Mill.; zur Zeichnung aufgelegt 900 000.

74. 4 „ Wilhelmshaven.
Zulassung 2 500 000; zur Zeichnung aufgelegt 2 250 000; dazu laut Saling noch 168 000 freihändig, die im Börsenkalender fehlen.

75. 4 „ Dresden von 1908.
In Leipzig Zulassung 40 Mill., in Berlin nur 10 Mill., eingeführt 28. November 1908; Rest 1909 und 1910.

76. 4 „ Offenbach.
Laut Privileg 30. Juli 1907 11 Mill. Davon Serie I 5 Mill., wovon 3 Mill. aufgelegt wurden. Die Anleihe ist im Börsenkalender 1908 unterm August 1907 mit 5 Mill. aufgeführt, also berücksichtigt; Börsenkalender 1909 sind wieder 5 Mill. eingestellt, die ebenfalls Serie I darstellen, von der nunmehr 1908 der Rest abgesetzt wird; Einführung in Frankfurt 1909 (siehe Vierteljahrsh. 1909 I, Börse V, Nr. 1) mit der Anmerkung, daß die Anleihe bereits 1907 in Berlin zugelassen wurde. Laut Saling Umlauf Ende 1908: 5 Mill.

77. 4 „ Düsseldorf.
Erst später zugelassen und eingeführt. Siehe Vierteljahrsh. 1910 I S. 289 Nr. 198.

78. — Kempten.
Stellt wohl einen Absatz dar aus der Anleihe von 1905 in Höhe von 1,4 Mill., zugelassen 1905; siehe Vierteljahrsh. 1906 I S. 329; Börsenkalender 1906 S. 78.

79. 4% Gemeinde Weißensee.
Nichts zu ermitteln.

80. 4 „ Kassel.
Ein Privileg von 1908 lautet auf 20 500 000; davon 5,5 Mill. zugelassen 1909; siehe Vierteljahrsh. 1910 I S. 283 Nr. 85; diese 5,5 Mill. sind auch im Börsenkalender Mai 1909 enthalten.

81. 4 „ Meiningen.
Nichts zu ermitteln.

82. 4 „ Göttingen.
Aufgelegt 18. Februar 1908; die Anleihe wird nicht gehandelt.

83. 4 „ Kassel von 1902.
Gesamtbetrag laut Privileg von 1901 15 300 000 zugelassen.
1902 siehe Vierteljahrh. 1903 I S. 218 Nr. 57 5,3 Mill.,
1905 „ „ 1906 I S. 309 „ 82 5 „
1907 „ „ 1908 I S. 344 „ 114 5 „

Aus einer dieser Zulassungen stammen die vom Börsenkalender aufgeführten 400 000.

84. 4% Plauen.

Laut Privileg 12. Februar 1903 15 Mill. 3½%ig. Die Ausgabebedingungen wurden für die 1906 noch nicht begebenen 5 Mill. geändert: Serie II 5 Mill. zu 4%.

Die 15 Mill. siehe Vierteljahrsh. 1904 I S. 240 Nr. 54, die 5 Mill. ebenda 1908 I, wobei vermerkt ist (siehe Zulassung Börse Leipzig), daß diese 5 Mill. bereits als 3½%ig zugelassen waren. Aus diesen 5 Mill. dürften die 2 Mill. des Börsenkalenders einen Absatz darstellen.

85. 4 „ Berlin.

Aufgelegt 16. Juni 1908; stammen aus Privileg von 1904 über 228 Mill., eingeteilt in Serien von 128, 50 und 50 Mill. Zulassung für den ganzen Betrag von 228 Mill. 1904; siehe Vierteljahrsh. 1905 I S. 141 Nr. 138; dort ist vermerkt, daß Serie II im Betrag von 100 Mill. noch nicht zur Einführung gekommen sei.

Der Absatz dieser Anleihe vollzog sich so:

Serie I im Betrag von 128 Mill. wurde eingeführt Berlin 27. Oktober 1904; 40 Mill. zur Zeichnung aufgelegt 24. Februar 1906.

Serie II, 1. Ausgabe aufgelegt 16. Juni 1908 50 Mill. Börsenkalender 1909 Nr. 145 in unserer Tabelle. Serie II, 2. Ausgabe, Februar 1909 freihändig verkauft und am 3. April 1909 eingeführt 50 Mill.; siehe Börsenkalender 1910 S. 80 unterm 17. Februar 1909.

86. 4 „ Kolberg.

Nichts zu ermitteln.

87. 4 „ Hannover.

Aufgelegt 11. Dezember 1908; siehe Vierteljahrsh. 1910 I S. 103 Nr. 2.

88. 4 „ Kolmar.

Aufgelegt 17. Dezember 1908; siehe Vierteljahrsh. 1910 I S. 278 Nr. 9.

89. 4 „ Nordhausen.

Privileg 29. Oktober 1908; erste Notiz 1. März 1909 siehe Vierteljahrsh. 1910 I S. 180 Nr. 30.

90. 4 „ Mülheim a. Rh.

3 Mill. zu 3½% zugelassen 1905; siehe Vierteljahrsh. 1906 I S. 327, Börse VII, Nr. 4. Davon wurden nur 2,5 Mill. aufgelegt und nur diese begeben; laut Handb. d. A.G. die restlichen 500 000 auf 4% gestellt und 1908 begeben.

Nr. 97 2 000 000 4% Halle siehe Nr. 62 der Statistik,
„ 175 5 000 000 4 „ Elberfeld siehe Nr. 184,
„ 207 1 100 000 4 „ Münster i. W. siehe Nr. 260.

Bei diesen Nummern des Börsenkalenders läßt sich nicht feststellen, ob sie die zweimalige Aufführung des gleichen Emissionsbetrags darstellen, z. B. Einführung Berlin, Einführung Frankfurt, oder ob ein Absatz aus früheren Privilegien vorliegt.

91. 4 % Frankfurt a. M. von 1907.
Aufgelegt 28. Dezember 1907; enthalten im Börsenkalender von 1908, Dezember 1907. Zulassung erfolgte erst 1908.

92. 3½ % Stettin.
Einführung April 1908.

93. 3½ „ Breslau von 1906.

94. 3½ „ Desgleichen.
Einführung Februar und November 1908.

95. 4 % Rastatt von 1908.
Die Anleihe wurde im Oktober 1908 freihändig verkauft und im November in Frankfurt eingeführt.

96. 4 „ Bamberg von 1908.
Einführung München 15. September 1908.

97. 4 „ Leipzig von 1908.
Mit einer Anleihe von 10 Mill. zusammen, die im Börsenkalender enthalten ist, aufgelegt 18. Februar 1908.

98. 4 „ Altenburg von 1908.
Aufgelegt 21. März 1908.

99. 4 „ Chemnitz von 1908.
Aufgelegt 7,5 Mill. am 24. September 1908.

100. 3½ % Schramberg.
Aufgelegt Stuttgart November 1905; eingeführt 11. Juni 1908; enthalten im Börsenkalender 1906 S. 83 unterm 6. November 1905.

101. 4½ % Norddeutsche Lloyd.

102. 4½ „ Deutsche Eisenbahngesellschaft Frankfurt.

103. 4½ „ Koblenzer Straßenbahn.

104. 4 % Württembergische Nebenbahnen.
811 500 zur Rückzahlung der alten Anleihe.

105. 4½ % Reinickendorf-Liebenwalder Eisenbahn.

106. 4 % Elmshorn-Bornstedt-Eisenbahn.

107. 4½ % Deutsche Eisenbahnbetriebsgesellschaft.
Zulassung 1,5 Mill. Am 26. Februar 1908 zur Zeichnung aufgelegt 1 Mill.; der ganze Betrag wurde noch in 1908 abgesetzt. 1 Mill. dient zum Tausch gegen Aktien der Vorwohle-Emmerthaler Eisenbahn.

108. 4½ % Hapag.
Aufgelegt 6. April 1908 20 Mill. Zulassung 30 Mill.

109. 4 % Süddeutsche Eisenbahngesellschaft.
Laut Handbuch der Aktiengesellschaften zugelassen November 1911.

110. 4½ % Magdeburger Bau- und Kreditbank von 1907.
111. 5 % Handelsgesellschaft für Grundbesitz.
Zulassung 7 Mill., davon am 4. Mai 1908 4 Mill. zur Zeichnung aufgelegt.
112. 5 „ Deutsch-Überseeische Elektrizitätsgesellschaft.
113. 4½ % Blohm u. Voß.
114. 4½ „ Technisches Elektrizitätswerk.
115. 4½ „ Maschinenfabrik Augsburg-Nürnberg.
116. 4½ „ Frz. Seiffert.
117. 4½ „ Berliner Elektrizitätswerke.
118. 4½ „ Bochumer Verein für Bergbau.
119. 5½ „ Cacao-Plantagen Pupa.
120. 4½ „ Mansfelder Kupferschiefer.
121. 4½ „ Jul. Pintsch.
122. 4½ „ A.E.G.
123. 4½ „ Elektrizitätsgesellschaft Schuckert.
124. 4½ „ Rheinisch-Westfälische Elektrizitätswerke.
125. 4½ „ Chemische Fabrik Buckau.
126. 4½ „ Maschinenfabrik Moenns.
127. 4½ „ Benrather Maschinenfabrik.
128. 4½ „ Ravené Stabeisen.
129. 4½ „ Braunkohlen Leonhard.
130. 4½ „ Röchling Eisen und Stahl.
131. 4½ „ Rheinisch-Westfälische Kalkwerke Dornap.
132. 5 % Waggonleihanstalt.
133. 5 „ Flensburger Elektrizitätswerke.
134. 4½ % Zechau Kriebitzscher Kohlen.
135. 4½ „ Portlandzementfabrik Schwanebeck.
136. 4½ „ Badische Anilin- und Sodafabrik.
137. 4½ „ Adlerbrauerei.
138. 4½ „ Lahmeyer Elektrizität.
139. 4½ „ Felten und Lahmeyer.
Zulassung 25 Mill. zu 4½ %. Davon bereits früher zugelassen 20 Mill. zu 4 %, von denen 15 Mill. im Publikum abgesetzt wurden und 1908 noch 5 Mill. im Portefeuille waren. Letztere wurden mit den bereits begebenen 15 Mill. auf 4½ % gestempelt; dazu 5 Mill. neue Obligationen zu 4½. Von den nunmehrigen Obligationen, 25 Mill. zu 4½ %, wurden 1908 15 Mill. zur Zeichnung aufgelegt, welche die Frankfurter Zeitung in die Statistik einstellt.
140. 4½ % Steinkohlenbergwerk Wilhelm.
Zugelassen 5 Mill., zur Zeichnung aufgelegt 4 Mill.
141. 4 % Fr. Krupp.
Zulassung 50 Mill., davon zur Zeichnung aufgelegt 30. Juni 1908 20 Mill.

142. 4½ % Geisweider Eisenwerk.
Zulassung 2 Mill.; am 18. September 1908 1 Mill. zur Zeichnung aufgelegt.

143. 4½ % Dortmunder Union.
Zulassung 18 Mill., zur Zeichnung aufgelegt 7,5 Mill.
Ohne Betrag eingestellt Nr. 50 4 % Eisenwerk Maximilianshütte.

144. 5 % Nordhäuser Kaliwerk von 1907.
Davon ultimo 1909 noch nicht begeben 560 000. Aufgelegt März 1908; die Obligationen sind an keiner Börse eingeführt und notieren nur im freien Verkehr.

145. 4½ % Ulmer Brauereigesellschaft.
Aufgelegt März 1908; sind nicht im Börsenhandel.

146. 5 % Kaligewerkschaft Hildesia.
Anleihe von 1908 5 Mill.; davon aufgelegt 2 Mill. 4. April 1908. Die Obligationen sind an keiner Börse notiert.

147. 4½ % Kraftübertragungswerk Rheinfelden.
Aufgelegt 3. Juni 1908 3 240 000 = 4 Mill. Franken, lautend auf Namen der Schweizerischen Kreditanstalt; notiert in Basel und Zürich.

148. 4½ % Oberschlesische Eisenbahnbedarfsaktiengesellschaft.
Anleihe von 1907 12,5 Mill., zugelassen 1907, siehe Vierteljahrsh. 1908 S. 350 Nr. 14. Davon wurden 1907 nur 7,5 Mill. zur Zeichnung aufgelegt 3. Oktober 1907. Der Rest sollte nach Maßgabe eintretenden Geldbedarfs abgesetzt werden; geschehen 1908. Diese 5 Mill. führt die Frankfurter Zeitung auf.

149. 4 % Pfälzer Mühlenwerke.
Anleihe laut G.V. 1908; übernommen von der Rheinischen Kreditbank; im September 1908 freihändig verkauft. Die Einführung in Mannheim erfolgte erst 22. Februar 1910; siehe Vierteljahrsh. 1911 I S. 228 Nr. 17, 1.

150. 4½ % Leinendrell- und Segeltuchfabrik.
Nichts zu ermitteln.

151. 4½ „ Pflanzungsgesellschaft Maurui, G. m. b. H.
Nichts zu ermitteln.

152. 4½ „ Herne G. m. b. H.
Am 14. November 1908 zur Zeichnung aufgelegt: Zulassung 1909; siehe Vierteljahrsh. 1910 I S. 279 Nr. 21.

153. 4½ % Mansfelder Kupferschiefer.
Anleihe von 1908 zweimal 5 Mill.; siehe Statistik Nr. 120. Diese 5 Mill. Nr. 153 sind nur im Börsenkalender enthalten und werden erst 1909 zugelassen; siehe Vierteljahrsh. 1910, Börse XIV.

154. 4½ % Vereinsbrauerei Herrenhausen.
Zur Rückzahlung der früheren Anleihe und schwebender Schulden zusammen 773 000. Nicht im Börsenhandel.

155. 4½ % Zellstofffabrik Waldhof.
In den Vierteljahrsheften ist I 90 eine Anleihe von 5 Mill. aufgeführt; diese stammt aus 1907 und wurde 1908 zugelassen; obige 8 Mill. stammen aus 1908 und wurden zugelassen Februar 1909; siehe Vierteljahrsh. 1910 I S. 280 Nr. 32.

156. 4½ % Porzellanfabrik Rosenthal.
Laut G.V. 7. Dezember 1908 zum Teil zur Rückzahlung einer älteren Anleihe, zum Teil zum Ankauf einer Fabrik. Aufgelegt 5. Januar 1909. Enthalten Vierteljahrsh. 1910 I S. 306 Nr. 3.

157. 4½ % Hypothekenanleihe der Firma Les Petits fils de François de Wendel & Co., Hayingen.
Nichts zu ermitteln.

158. 4 % Vereinigte Stahlwerke von der Zypen.
Seit Dezember 1904 in Köln notiert und von den Vierteljahrsheften bereits gezählt 1905 I S. 154 VII Nr. 22.

159. 4½ % Waggon- und Maschinenfabrik vorm. Busch.
1905 den Aktionären zu 93 angeboten; Zulassung erst 1908.

160. 4½ % Zellstofffabrik Waldhof.
Emission von 1907; Zulassung 1908.

161. 4½ „ Braunkohlen- und Brikettindustrie.
Einführung 15. Dezember 1908.

162. 4½ „ Deutsch-Luxemburg. Bergwerks- u. Hüttenaktiengesellschaft.
Zugelassen Dezember 1908; eingeführt Januar 1909.

163. 4½ „ Köln-Müsener Bergwerksaktienverein.
Zulassung 2 Mill. Davon 11. Januar 1909 aufgelegt 1,8 Mill., und von diesen 0,5 Mill. zur Rückzahlung einer älteren Anleihe.

164. 4½ % Lithographisch-artistische Anstalt.
Einführung November 1908 München.

165. 4½ „ Dresdener Bohrmaschinenfabrik.
Einführung März 1908 Dresden.

166. 4½ „ Thüringer Elektrizitäts- und Gaswerk.
Einführung Mai 1908 Dresden.

167. 4½ „ Maschinenfabrik Rockstroh u. Schneider.
Aufgelegt 29. Oktober 1908; Einführung in Dresden.

168. 5 % Bremer Linoleumfabrik.
Anleihe von 1907; Zulassung 1908.

169. 4½ % Hemelinger Aktienbrauerei.
Einführung 1908 Bremen.

170. 4½ „ Norddeutsche Steingutfabrik.
Einführung Bremen 1908; vollständig freihändig begeben.

171. Vereinsbank Nürnberg Aktien.

172. Süddeutsche Bodenkreditbank München.

173. Berliner Handelsgesellschaft.

174. Bayerische Vereinsbank München.

Zulassung 7 Mill. Den Aktionären wurden davon nur 1 790 000 angeboten; der Rest diente zur Übernahme mehrerer Banken.

175. Deutsche Nationalbank Bremen.
Zulassung 8 Mill. Davon stammen 2 Mill. aus einer Emission von 1906 zur Übernahme einer Bank.

176. Holsten-Bank.
Von den Aktionären bezogen Februar-März 1908; ohne Börsennotiz.

177. Bank des rheinischen Bauernvereins.
Laut G.V. 26. März 1908 Erhöhung um 1 Mill., wovon 460 000 gezeichnet wurden; ohne Börsennotiz.

178. Märkischer Bankverein Gevelsberg.
Laut G.V. 15. Juni 1908 Erhöhung um 750 000; ohne Börsennotiz.

179. Pfälzische Hypothekenbank.
15. September bis 15. Oktober 1908 den Aktionären angeboten; enthalten Vierteljahrsh. 1911 I S. 215 Nr. 77.

180. Potsdamer Kreditbank.
Laut G.V. 23. September 1908; Oktober 1908 den Aktionären angeboten; enthalten Vierteljahrsh. 1910 I S. 288 Nr. 173.

181. Berliner Hypothekenbank, Ausgabe 1907.
Zuteilung an die Aktionäre und Zulassung Januar 1908; das Bezugsrecht wurde schon in 1907 angeboten, gegen Übergabe des Sicherheitsfonds an die Bank (dieser bei Sanierung für die Aktionäre angelegt).

182. Kommerzbank Lübeck.
25 % + Agio 1907 bei Ausübung des Bezugsrechts, Rest 1908 einbezahlt; Zulassung 1908; siehe Börsenkalender 1908 (für 1907) S. 83.

183. Osnabrücker Bank.
Zur Übernahme einer Bank ausgegeben.

184. Magdeburger Bankverein.
1 Mill. zur Übernahme zweier Bankhäuser. 3,5 Mill. Juli 1907 den Aktionären angeboten; siehe Börsenkal. von 1908 S. 82.

185. Niederdeutsche Bank Dortmund.
3 Mill. wurden 1908 emittiert und von einem aus Großaktionären bestehenden Konsortium übernommen. Die übrigen 5 Mill. sukzessive seit 1898.

186. Süddeutsche Bank Mannheim.
1904 an mehrere Banken überlassen zur Begründung einer Interessengemeinschaft; Einzahlung 1905 bis 1907.

187. Allgemeine Elsässische Bankgesellschaft.
Bezugsrecht 1907. Siehe Börsenkal. 1908 S. 80.

188. Krefelder Eisenbahngesellschaft.

189. Deutsche Eisenbahnbetriebsgesellschaft.

Serie II 1501 bis 3000 1907 voll gezahlt = 1,5 Mill. Dieser Betrag wurde 1908 zugelassen und davon 500 000 zur Zeichnung aufgelegt 26. Februar 1908.

190. Lübeck-Büchener Eisenbahn.

Erhöhung laut G.V. 18. Juni 1908 um 4 210 000; dieser Betrag wurde zugelassen und hiervon den Aktionären angeboten 3 465 000.

191. Koblenzer Straßenbahn.

Laut G.V. 1908 1 Mill.; nur die Obligationen werden an der Börse notiert.

192. Bremer Straßenbahn.

Erhöhung laut G.V. 23. November 1908 um 1,1 Mill.; angeboten den Aktionären 4. bis 23. Dezember 1908. Siehe Vierteljahrsh. 1910 I S. 310 Nr. 7.

193. Hapag.

Laut G.V. 15. April 1907; als Zahlung für die Woermann-Linie für von ihr übernommene Schiffe. Siehe Börsenkal. 1908 S. 78.

194. Brölthaler Eisenbahn.

Laut G.V. 31. Mai 1907. Davon stellen nur 186 000 Neuemission dar; der Rest wurde bereits früher emittiert, zusammengelegt, zugelassen.

195. Vorzugsaktien der Zwickauer Elektrizitäts- und Straßenbahnaktiengesellschaft.

Erhöhung laut G.V. 3. Juli 1908, übernommen von einem Konsortium unter Ausschluß des Bezugsrechts der Aktionäre.

196. Borsigwohler Terrainaktiengesellschaft.

Bereits 1906 war das Aktienkapital 3,8 Mill.; ob die Papiere 1908 bei Einführung abgesetzt wurden oder nur die Börsennotiz angestrebt wurde, läßt sich nicht ermitteln.

197. Neue Blankenese Marienhöhe Terrainaktiengesellschaft.

26. September 1908 500 000 zur Zeichnung aufgelegt. Ohne Börsennotiz.

198. Immobilienverkehrsbank.

Nur 2 800 000 stellen Emission von 1907 dar; die restlichen 500 000 waren bereits früher emittiert; enthalten Börsenkal. 1908 S. 84.

199. Frankfurter Transport- und Unfallversicherung.

Siehe Börsenkal. 1908 S. 81 (Emission von 1907). Von diesen 4 Mill. wurden 775 000 einer badischen Gesellschaft gegen deren Aktien überlassen; die Aktien der badischen Gesellschaft dienten aber nur zum Teil zur Bezahlung obiger 775 000. Die Frankfurter Zeitung stellt ein im Börsenkalender als Emission 1907: 3 250 000, mit der Anmerkung, daß auf 2667 Stück (= 2 667 000) Bezugsrecht ausgeübt werden konnte.

200. 3% Anteile der Kamerun-Eisenbahngesellschaft.

201. Ostafrikanische Holzgesellschaft.
Nichts zu ermitteln.
202. Ostafrikanische Kilwagesellschaft.
Nichts zu ermitteln.
203. Ostafrikanische Handelsgesellschaft Union.
Nichts zu ermitteln.
204. Jaluitgesellschaft, Aktien.
205. Desgl., Genußscheine.
Gesellschaft gegründet 1887 mit 1,2 Mill., Stücke zu 5000. Die Stückelung wurde 1908 geändert in Stücke zu 1000, zu jeder Aktie 2 Genußscheine beigegeben, und Aktien und Genußscheine an der Börse eingeführt.
206. Stahlwerk Öking.
207. Bleichert Braunkohlen.
208. Düsseldorfer Eisenbahnbedarf.
209. Schultheißbrauerei.
210. Düsseldorfer Röhrenindustrie.
211. Nürnberger Metall- und Lackierwarenfabrik.
212. Glas- und Spiegelmanufaktur Gelsenkirchen.
213. Chemische Fabrik Burkau.
214. Varziner Papierfabrik.
215. Laurahütte.
216. Kronprinz.
217. Farbenfabrik Bayer.
218. Seiffert.
219. Badische Anilin- und Sodafabrik.
220. Zechau Kriebitzscher Kohlen.
221. Waggonfabrik Uerdingen.
222. Berliner Elektriz. Werke, Vorzugsaktien.
223. Hannoversche Maschinenbauaktiengesellschaft.
224. Jul. Pintsch.
225. Mix und Genest.
226. Federstahl Hirsch.
227. Oberschlesische Eisenindustrie.
228. H. W. Lange, Altona.
229. Maschinenbau Karlsruhe.
230. Hamburger Elektrizitätswerk.
231. Portlandzementfabrik Schwanebeck.
232. Braunkohlen- und Brikettindustrie.
233. Eisenbahnspeisewagengesellschaft.
Zulassung 1,5 Mill., davon 1 Mill. bereits 1899 emittiert; 500 000 1908 den Aktionären angeboten.
234. Rheinische Aktiengesellschaft für Braunkohlen.
Zulassung 17 Mill., davon stellen 15 Mill. den Übernahmepreis zweier Werke dar; 2 Mill. wurden den Aktionären angeboten; der Erlös dieser 2 Mill. dient zu Fabrikbauten.

235. Lothringer Portlandzementfabrik.
Zulassung 1,25 Mill. Davon 1907 700 000 emittiert zum Umtausch gegen Geschäftsanteile einer Zementfabrik; 550 000 wurden 1908 den Aktionären angeboten.

236. Nitritfabrik Köpenik.
Zulassung 1 Mill. Gründung 1906; davon dienten 900 000 zur Übernahme der Fabrik; 100 000 Bareinlage.

237. Rheinische Stahlwerke.
Zulassung 5 Mill.; davon 4 Mill. den Aktionären angeboten.

238. Stabeisenhandlung Ravené.
Umgründung 1906. Von den dem Vorbesitzer überlassenen Aktien wurden 2 Mill. bis 1911 vom Verkauf ausgeschlossen; 6,5 Mill. 1908 zur Zeichnung aufgelegt; Zulassung 1908 8,5 Mill.

239. Braunkohlenwerke Leonhard.
Umgründung 1907; Zulassung 1908 1,5 Mill.

240. Konkordia Bergbau.
Zulassung 1,25 Mill. Den Aktionären angeboten 1 Mill.

241. Kraftübertragungswerk Rheinfelden.
Zugelassen 10 Mill. Davon bis 1899 emittiert 6 Mill.; Neuemission 1908 4 Mill. Von diesen 4 Mill. wurden 3 Mill. den Aktionären angeboten; 1 Mill. übernahm der badische Staat. Von den 6 Mill. alter Aktien wurden 4,5 Mill. zur Zeichnung aufgelegt.

242. Thoerls vereinigte Harburger Ölfabriken.
Umgründung 1906. 10 496 000 an den Vorbesitzer; Zulassung 1908 10,5 Mill., zur Zeichnung aufgelegt 5 Mill.

243. Deutsch-Luxemburgische Bergwerksaktiengesellschaft.
Zulassung 18 Mill. Davon 4 Mill. zur Durchführung einer Fusion; 14 Mill. den Aktionären angeboten.

244. Schwarzenberger Emaillier- und Stanzwerk.
Erhöhung laut G.V. 19. November 1907; angeboten den Aktionären Januar 1908. Notiz Leipzig siehe Vierteljahrsh. 1910 I S. 307 Nr. 11: 500 000. (1912 I S. 228 sind weitere 500 000 aufgeführt; 500 000 sind 1902 zugelassen; da das gesamte Aktienkapital 1,5 Mill. beträgt, sind obige 500 000 des Börsenkalenders identisch mit denen der Vierteljahrshefte 1910.)

245. Kuxhavener Hochseefischerei.
Am 2. Januar 1912 eingeführt in Hamburg.

246. Koburger Bierbrauereigesellschaft.
Bis 15. Februar 1908 den Aktionären angeboten 300 000; weitere 50 000 1908 freihändig begeben; ohne Notiz.

247. Norddeutsche Zellulosefabrik.
Laut G.V. 12. März 1908 1 Mill., angeboten den Aktionären 13. bis 31. März 1908 ohne Börsennotiz.

248. Afrikanische Company Berlin.
Laut G.V. 30. März 1908 Erhöhung um 600 000; zur Zeichnung

aufgelegt 31. März 1908. Ursprüngliches Kapital 1 250 000. Ohne Börsennotiz.

249. Rapidinwerke.

Gegründet 1908 mit 500 000; ohne Börsennotiz.

250. Kupferberg.

Erhöhung laut G.V. 11. April 1908 um 500 000, übernommen von Konsortium und den Aktionären angeboten 30. April bis 13. Mai 1908; Notiz in Mainz, dessen Börse in den Vierteljahrsheften nicht geführt wird.

251. Telephonfabrik vormals Berliner 1—2000.

Erhöhung um 1 Mill. laut G.V. 31. März 1908, wovon 500 000 von einem Konsortium übernommen und den Aktionären angeboten wurden.

Aufgeführt Vierteljahrsh. 1910 I S. 279 Nr. 28 1 Mill.

252. Verein für chemische Industrie Mainz.

Erhöhung laut G.V. 1. Mai 1908 um 600 000; übernommen von Konsortium 500 000; diese den Aktionären angeboten Mai 1908; 100 000 desgleichen 1908 placiert. Ohne Börsennotiz.

253. Méguin & Co., Dillingen.

Laut G.V. 26. März 1908 Erhöhung um 350 000; Mai 1908 den Aktionären angeboten. Ohne Börsennotiz.

254. Aktiengesellschaft Goedhard.

Laut G.V. 4. Mai 1908 1 Mill.. begeben an die Bergisch-Märkische Bank. 1910 das gesamte Aktienkapital (4,5 Mill.) zugelassen. Siehe Vierteljahrsh. 1911 I S. 198 Nr. 7.

255. Aktiengesellschaft für Gas, Wasser und Elektrizität.

Laut G.V. 13. Mai 1908 Erhöhung um 3 Mill. Mai-Juni den Aktionären angeboten. Ohne Börsennotiz.

256. Aktiengesellschaft für Lindes Eismaschinen.

Laut G.V. 28. April 1908 Erhöhung um 2 Mill., den Aktionären angeboten Mai-Juni. Zulassung des gesamten Aktienkapitals (7,5 Mill.) 1911. Siehe Vierteljahrsh. 1912 I S. 203 Nr. 143.

257. Nobel Dynamit Hamburg.

Erhöhung laut G.V. 25. Mai 1908 um 3 Mill., den Aktionären angeboten Mai-Juni 1908. 1886 vereinigte sich die Gesellschaft mit der Nobel Dynamit Truste Co. und seitdem sind die Aktien nicht mehr notiert.

258. Daimler Motorenfabrik.

Laut G.V. 6. April 1908 Erhöhung um 2 332 000, den Aktionären angeboten Mai-Juni 1908. Zulassung des gesamten Aktienkapitals (8 Mill.) Juli 1912. Siehe Vierteljahrsh. 1912 I S. 203 Nr. 145.

259. Höchster Farbwerke.

Laut G.V. 9. Mai 1908 10,5 Mill. Davon 1,6 Mill. zum Tausch gegen andere Aktien; 8,9 Mill. von einem Konsortium übernommen und davon 8,5 Mill. den Aktionären angeboten. Januar 1909 Zu-

lassung mit der Emission von 1904 zusammen. Siehe Vierteljahrsh. 1910 I S. 278 Nr. 15.

260. Bergbau Teutonia.
Erhöhung 1908 um 1 Mill.; angeboten den Aktionären. Aktien an keiner Börse eingeführt.

261. Ladenburg Maschinenfabrik.
Nichts zu ermitteln.

262. Zuckerfabrik Fröbeln.
Gegründet 1905. Aktienkapital 3 Mill., in Breslau eingeführt 3. September 1907, in Berlin Mitte Juni 1908. Siehe Nr. 86, Börse I, Vierteljahrsh. 1909 u. Vierteljahrsh. 1908 I S. 350 Nr. 10.

263. Frankfurter Gummi.
1908 zur Verrechnung gegen Bankguthaben an zwei Banken begeben. Ohne Börsennotiz.

264. 265. Kastroper Sicherheitssprengstoff.
1908 Herabsetzung des 800 000 betragenden Aktienkapitals auf 400 000; zugleich wurde Erhöhung beschlossen bis zu 600 000 Stammaktien und 800 000 Vorzugsaktien. Laut handelsgerichtlicher Eintragung vom 5. Dezember 1908 wurden 210 000 Stammaktien und 690 000 Vorzugsaktien gezeichnet bis 20. August 1908. ½ der Einzahlung erst 1909. Ohne Börsennotiz.

266. Berliner Elektrizitätswerke.
Laut G.V. Juni 1908 12,6 Mill. Der A.E.G. überlassen, die davon 6,3 Mill. den Stammaktionären anbot. Vollzahlung Juni 1909. Zulassung Januar 1909. Siehe Vierteljahrsh. 1910 I S. 279 Nr. 22.

267. Bremen-Besigheimer Ölfabriken.
Laut G.V. 4. September 1908 Erhöhung um 1 Mill. Den Aktionären angeboten 15. bis 30. September 1908. Notiz Augsburg, Bremen; siehe Vierteljahrsh. 1910 I S. 310 Nr. 6.

268. Eisenwerk Maximilianshütte.
Laut G.V. 20. August 1908 Erhöhung um Gulden 2 344 000 = M. 4 020 000; den Aktionären angeboten; die letzten 30 % Einzahlung 1. Oktober 1909. Die Aktien dieser Gesellschaft notieren in München. In den Vierteljahrsheften ist die Erhöhung von 1908 bis jetzt noch nicht aufgeführt.

269. Vorzugsaktien Schöfferhoff.
Laut G.V. 17. August 1908 1 Mill. 1. bis 15. Oktober 1908 den Aktionären angeboten. Die Aktien notieren in Dresden, Berlin, Frankfurt. Die Vorzugsaktien sind noch an keiner Börse eingeführt.

270. Pfälzische Mühlenwerke Mannheim.
Erhöhung um 1 Mill. laut G.V. 29. Juli 1908; den Aktionären 500 000 angeboten 5. bis 19. Oktober 1908. Siehe Vierteljahrsh. 1911 I S. 228 Nr. 1

271. Lübecker Ölmühle.
Gegründet 1908; ohne Börsennotiz.

272. Maschinenfabrik Buckau; Vorzugsaktien.
Laut G.V. 16. September 1908 noch 2500 × 1200 Vorzugsaktien, wovon 1 999 200 ab 1. Januar 1909, 1 000 800 ab 1. Juli 1909 dividendeberechtigt. Die ersteren von einer Gruppe übernommen und den Aktionären bis 18. Oktober 1908 angeboten. Siehe Vierteljahrsh. 1910 I S. 289 Nr. 188.

273. Sprengstoff Nohusen.
G.V. vom 4. Mai 1908 beschließt Begebung von höchstens 1 500 000 Vorzugsaktien, gezeichnet 1 168 000; ohne Börsennotiz.

274. Eiserfelder Steinwerke.
Erhöhung laut G.V. 24. Oktober 1908, übernommen von den Aktionären; ohne Börsennotiz.

275. Eisenwerk München.
Erhöhung 1908 laut G.V. 10. September; den Aktionären angeboten. Notiz bis 1906 in München.

276. Elektrizitätsaktiengesellschaft Lahmeyer.
Laut G.V. 7. Oktober 1908 Erhöhung um 5 Mill., den Aktionären 3. bis 16. November angeboten; Zulassung April 1909; siehe Vierteljahrsh. 1910 I S. 282 Nr. 73.

277. Elektrizitätslieferungsgesellschaft.
Erhöhung 1908 um 5 Mill. Den Aktionären angeboten bis 11. November 1908. Siehe Vierteljahrsh. 1910 I S. 265 Nr. 167.

278. Stärkezucker Köhlmann.
Erhöhung 1908; zugelassen Februar 1909; den Aktionären angeboten November 1908. Siehe Vierteljahrsh. 1910 I S. 279 Nr. 29.

279. Waggonfabrik Fuchs.
Laut G.V. Erhöhung 11. November 1908 um 500 000; angeboten den Aktionären. Siehe Vierteljahrsh. 1910 I S. 300 Nr. 97.

280. Maschinenbau Pokorny u. Wittekind.
Laut G.V. 25. November 1908 Erhöhung. Einführung in Frankfurt 19. Mai 1909. Siehe Vierteljahrsh. 1910 I S. 297 Nr. 48.

281. Ludwigshafener Walzmühle.
Erhöhung laut G.V. 18. November 1908 um 1 Mill., den Aktionären davon 500 000 angeboten.

282. Bergmann Elektrizitätsgesellschaft Berlin.
Erhöhung laut G.V. 21. Oktober 1908. Siehe Vierteljahrsh. 1910 I S. 283 Nr. 86.

283. Deutsch-Mexikanische Kompagnie Berlin.
Nichts zu ermitteln.

284. Archimedes Aktiengesellschaft für Stahl- und Eisenindustrie.
Erhöhung laut G.V. 28. November 1908; Zulassung März 1909 in Berlin.

285. Rombacher Hütte.
Erhöhung laut G.V. 19. Dezember 1908 um 5 Mill. (und 2 Mill.);

den Aktionären bis 1. Juli 1909 angeboten. Zulassung mit den 2 weiteren Mill. zusammen Januar 1909. Siehe Vierteljahrsh. 1910 I S. 278 Nr. 18.

286. Elektrische Hoch- und Untergrundbahn.
Laut G.V. 1906 Erhöhung um 10 Mill., an eine andere Gesellschaft begeben; vor Vollzahlung nicht übertragbar; Vollzahlung erfolgte 12. Dezember 1908. Der ganze Betrag wurde hierauf von einem Konsortium übernommen und den Aktionären bis 5. Januar 1909 angeboten. Siehe Vierteljahrsh. 1910 I S. 278 Nr. 5.

287. Märkisch-Westfälischer Bergwerksverein.
Erhöhung 1907; den Aktionären angeboten 15. April bis 6. Mai 1907. Siehe Börsenkal. 1908 S. 77.

288. Deutsche Gasglühlichtgesellschaft Auer.
Erhöhung 1907 um 1,7 Mill., siehe Börsenkal. 1908 S. 78. Die restliche Million darf nicht vor Juli 1908 begeben werden.

289. Vorzugsaktien der Waggon- und Maschinenfabrik vorm. Busch.
Zusammenlegung; bereits früher zugelassen.

290. Deutsche Waggonleihanstalt Berlin.
Erhöhung 1906; übernommen von einem ausländischen Konsortium (Wien). Siehe Börsenkal. 1907 S. 72.

291. Eisenhüttenwerk Keula.
Erhöhung 1906. Siehe Börsenkal. 1907 S. 85.

292. Wittener Stahlröhrenwerk.
Tausch 1907.

293. Ottenser Eisenwerk.
Übernommen 1907 von einem Bankhaus; über den weiteren Absatz ist nichts vermerkt.

294. Norddeutsche Gummi- und Guttaperchafabrik.
1907 Aktienkapital herabgesetzt, 604 000 Aktien neu emittiert und den Aktionären angeboten; 1908 der ganze Betrag zugelassen.

295. Hannoversche Papierfabrik Alfeld-Gronau.
1906 700 000 an die Gründer; 1907 210 000 an die Aktionäre; beide zusammen 1908 zugelassen.

296. Mechanische Treibriemenweberei und Seilfabrik Kunz.
1908 durch die Aktionäre bezogen; läßt sich nicht sicher identifizieren. Laut Saling 400 000 aus 1908 Mai 1909 zugelassen. Obige 400 000 stammen eventuell aus 1900. Jedenfalls fehlt das Bezugsrecht auf 400 000 in 1908 im Börsenkalender.

297. Bremer Linoleumfabrik Delmenhorst.
900 000 zu einer Fusion verwendet; 600 000 an ein Konsortium, das davon 500 000 1907 den Aktionären anbot.

298. Harpener Bergbau Dortmund.
1908 4 Mill. zum Erwerb zweier Zechen; 3,8 Mill. an die Berliner Handelsgesellschaft; beide unter Ausschluß des Bezugsrechts.

299. Kollmar u. Jourdan.
1908 von einem Konsortium übernommen und 700 000 den Aktionären angeboten.

300. Bayrische Hartsteinindustrie.
Laut G.V. 17. Mai 1906 200 000; zur Übernahme zweier Werke.

301. Deutsche Linoleum und Wachstuch Co.
Erhöhung 1908; den Aktionären 1908 330 000 angeboten.

302. Aktiengesellschaft für Anilinfabrikation Treptow.
Erhöhung 1908; den Aktionären 4,5 Mill. 1908 angeboten. Der Erlös dient zur Übernahme von 50 Kuxen zu 17 700 = 885 000; der Rest zu Fabrikbauten in Norwegen.

303. Arenbergsche Aktiengesellschaft für Bergbau.
Den Aktionären 1. bis 25. April 1908 angeboten.

304. Stettin-Bredower Portlandzementfabrik.
Aktientausch.

305. Rütgerswerke.
Erhöhung 1908; Aktientausch.

306. Johs. Girmes & Co.
Umgründung 1904. Einführung 1908.

307. Emil Busch.
Erhöhung 1908; den Aktionären angeboten 1908.

308. Bergwerkgesellschaft Neu-Essen.
Zum Teil bereits früher emittiert, zum Teil 1907 den Aktionären angeboten. Siehe Börsenkal. 1908 S. 75 1 125 000.

309. Deutsche Gold- und Silberscheideanstalt.
1907 1 660 000 von den Aktionären bezogen. Siehe Börsenkal. 1908 S. 82.

310. Brauerei Stern.
Aktientausch.

311. Vereinigte chemische Fabriken Mannheim.
1 Mill. 1907 den Aktionären angeboten; siehe Börsenkal. 1908 S. 84. 200 000 zum Erwerb von Geschäftsanteilen.

312. Düsseldorf-Ratinger Röhrenkessel.
1907 Abstempelung bereits früher zugelassener Aktien.

313. Ilseder Hütte.
1907 den Aktionären angeboten.

314. Aktiengesellschaft für chemische Produkte vorm. Scheidemandel.
1905 den Aktionären angeboten.

315. Lithographisch-artistische Anstalt München.
Unter Ausschluß des Bezugsrechts der Aktionäre 1908 begeben.

316. Vereinigte Maschinenfabriken Augsburg-Nürnberg.
1907 den Aktionären angeboten. Siehe Börsenkal. 1908 S. 81.

317. Mechanische Weberei am Mühlbach.
1908 den Aktionären angeboten.

318. Dresdener Bohrmaschinenfabrik.

1906 Herabsetzung des Aktienkapitals auf 600 000; 1907 Erhöhung um 200 000; zusammen 800 000 zugelassen 1908.

319. Aktienlagerbierbrauerei Schloß Chemnitz.
Den Aktionären 1907 angeboten.

320. Vereinigte Eschebachsche Werke.
1908 den Aktionären angeboten.

321. Karl Hamel Schönau.
1908 den Aktionären angeboten.

322. Hupfeld Leipzig.
1907 den Aktionären angeboten.

323. Hemelinger Aktienbrauerei.
1907 den Aktionären angeboten.

324. Ölfabrik Großgerau-Bremen.
1908 den Aktionären angeboten.

325. Gas- und Elektrizitätsaktiengesellschaft Bremen.
1908 den Aktionären angeboten.

326. Wintersche Papierfabrik Hamburg.
Zusammenlegung und Erhöhung 1906 um 419 000, auf 1 950 000; 419 000 1906 den Aktionären angeboten.

327. Merksche Guano- und Phosphatfabrik.
1907 den Aktionären angeboten.

328. Deutsche Ekuador- und Kakaoplantagengesellschaft.
Gegründet 1901; 2 Mill. an die einbringende Firma in Paris.

Tabelle IX.

Für die Jahre 1901—1905 hat die Frankfurter Zeitung den Anteil der ausländischen Obligationen und Aktien an den Effektensummen ihrer Emissionsstatistik veröffentlicht (Abendblatt 29. November 1906. Darnach lassen sich die Rubriken des Deutschen Ökonomist auf folgende Weise mit denen der Frankfurter Zeitung vergleichen (siehe Text S. 76.)

Millionen Mark Kurswert.

Jahre	Gesamtemission		Inländische Obligationen		Ausländische Obligationen	
	Frankf. Zeitung	Deutscher Ökonom.	Frankf. Zeitung	Deutscher Ökonom.	Frankf. Zeitung	Deutscher Ökonom.
1901	1 808,76	1 631,34	1358,96	1217,75	282,62	199,18
1902	2 026,27	2 110,69	1306,62	1310,38	541,30	438,88
1903	1 912,44	1 665,80	1151,22	1157,81	416,52	208,28
1904	1 813,80	1 995,07	1102,67	1200,02	173,17	186,44
1905	3 106,49	3 190,68	1579,42	1383,60	820,05	974,33
Summe	10 667,76	10 593,58	6498,89	6269,56	2233,66	2007,11

Jahre	Inländische Aktien		Ausländische Aktien		Deutsche Staatsanleihen	
	Frankf. Zeitung	Deutscher Ökonom.	Frankf. Zeitung	Deutscher Ökonom.	Frankf. Zeitung	Deutscher Ökonom.
1901	164,57	203,56	2,61	10,85	506,01	505,57
1902	160,87	346,81	17,48	14,62	532,82	536,40
1903	227,22	266,32	117,48	33,39	343,36	317,63
1904	488,76	562,94	49,20	45,67	283,87	335,64
1905	617,12	698,59	89,90	134,16	454,68	429,66
Summe	1658,54	2078,22	276,67	238,69	2120,74	2124,90

Jahre	Ausländische Staatsanleihen		Deutsche Hypothekenobligat.		Ausländische Hypothekenobligat.	
	Frankf. Zeitung	Deutscher Ökonom.	Frankf. Zeitung	Deutscher Ökonom.	Frankf. Zeitung	Deutscher Ökonom.
1901	42,06	29,26	292,06	210,50	7,57	7,16
1902	313,47	339,00	366,92	311,04	6,73	6,16
1903	136,25	80,77	461,59	464,72	29,39	8,75
1904	87,24	99,15	467,38	461,24	21,34	39,52
1905	676,39	711,13	513,02	509,49	5,62	19,40
Summe	1255,41	1259,31	2100,97	1956,99	70,65	80,99

Jahre	Inland		Ausland	
	Frankfurter Zeitung[1])	Deutscher Ökonomist[2])	Frankfurter Zeitung[1])	Deutscher Ökonomist[2])
1901	560,89	501,68	232,99	162,76
1902	406,88	462,94	221,10	93,72
1903	346,27	375,46	250,88	118,76
1904	351,42	403,14	64,59	47,77
1905	611,72	444,45	138,04	243,80
Summe	2277,18	2187,67	907,60	666,81

[1]) Rubriken der Frankfurter Zeitung: „Stadt- und Provinzanleihen", „Sonstige Obligationen".

[2]) Rubriken des Deutschen Ökonomist: „Kommunal- und Provinzanleihen", „Eisenbahnobligationen", „Industrieobligationen".

Dazu die aus der Rubrik „Hypothekenpfandbriefe" entnommenen Landschaftlichen Pfandbriefe.

Anmerkung zu Tabelle IV b.

[1]) **Berechnung seit 1913 nicht mehr möglich.** Vgl. darüber folgende Notiz der Frankfurter Zeitung vom 14. Februar 1914: „Seit Jahren haben wir aus den Effektenstempeleinnahmen die Höhe der neugeschaffenen Effekten berechnet. Der Wert dieser Arbeit ist nicht nur von privaten Forschern, sondern auch von der Reichsregierung anerkannt worden und wurde seinerzeit von amtlicher wie auch von konservativer Seite im Reichstag zur Unterlage der Interpellation über die fremden Werte am deutschen Markt benutzt. Die Voraussetzung für diese Arbeit war die Detaillierung der Effektenstempeleinnahmen, die seit einer Reihe von Jahren auf unser Drängen veröffentlicht werden. Seit Oktober v. J. nun ist durch das Gesetz wegen Änderung des Reichsstempelgesetzes vom 3. Juli 1913 die Zahl der steuerpflichtigen Objekte erweitert worden, indem seit dieser Zeit auch die G. m. b. H., die offenen Handelsgesellschaften und die Gesellschaften bürgerlichen Rechtes einer Stempelabgabe unterliegen. Leider weist die vom Kaiserlichen Statistischen Amt im Reichsanzeiger allmonatlich veröffentlichte Tabelle die auf diese Weise neu hinzugetretenen Stempeleinnahmen nicht gesondert aus. Vielmehr werden die Einnahmen aus Gesellschaftsverträgen und aus inländischen, nach dem früheren Gesetz versteuerten Aktien in einen Posten zusammengeworfen. Dadurch ist es bedauerlicherweise für uns unmöglich, diese Statistik weiterzuführen, wodurch eine Lücke entstanden ist, die sich bereits jetzt durch Reklamationen aus unserem Leserkreise bemerkbar macht. Wir haben deshalb an das Statistische Amt das Ersuchen gerichtet, diese Posten zu detaillieren und zwar nach den Kategorien, wie sie im Tarif jenes Gesetzes vorgesehen sind. Als Mindesterfordernis für diese Statistik hatten wir die Trennung nach inländischen Aktien und Gesellschaftsverträgen bezeichnet, eine Trennung, die selbstverständlich ohne Schwierigkeiten vorzunehmen ist. Daraufhin erhielten wir vom Präsidenten des Amts nachfolgenden Bescheid: ‚In den durch die Ausführungsbestimmungen zum Reichsstempelgesetze vom 3. Juli 1913 vorgeschriebenen Einnahmebüchern, auf Grund deren die statistischen Amtsstellen die monatlichen Nachweisungen für die Veröffentlichung über die Einnahme an Reichsstempelabgabe für Gesellschaftsverträge und für Wertpapiere im Reichsanzeiger aufzustellen haben, ist eine Zerlegung der Einnahmen aus dem Gesellschaftsstempel nach der Verschiedenheit der zu versteuernden Rechtsvorgänge nicht vorgesehen. Inwieweit hier für die Zwecke der Statistik eine Abhilfe wird geschaffen werden können, bildet zurzeit den Gegenstand von Erörterungen. Bis zur endgültigen Neuregelung der statistischen Bestimmungen ist vom Reichsschatzamt im Einverständnis mit dem Reichsamt des Innern angeordnet worden, daß in den von den Amtsstellen einzureichenden monatlichen Nachweisungen die Einnahmen aus dem Gesellschaftsstempel (ohne Trennung nach den einzelnen Rechtsvorgängen) mit den noch etwa nach § 8 des Reichsstempelgesetzes vom 3. Juli 1913 aus Tarifnummer Ia des Reichsstempelgesetzes vom 15. Juli 1909 (inländische Aktien pp.) zu vereinnahmenden Beträgen in einer Summe anzuschreiben sind. Ich bin daher vorläufig nicht in der Lage, Ihren Wünschen Rechnung zu tragen.‘ Es ist uns nicht recht klar, ob dieser Bescheid, wie der erste Abschnitt erhoffen läßt, eine Zustimmung oder, wie der zweite befürchten läßt, eine Ablehnung bedeutet. Wie dem auch sei, es erscheint im Interesse der wirtschaftlichen Erkenntnis unbedingt nötig, daß die von uns angeregte Anpassung der Statistik an die neuen Verhältnisse so schnell wie möglich und zwar rückwirkend durchgeführt wird.“

Nachtrag.

Am 9. März 1914 wurde im Preußischen Abgeordnetenhaus gelegentlich der Beratung des Etats, „Handels- und Gewerbeverwaltung", von den Abgeordneten Dr. Roesicke und Dr. Hahn folgender Antrag eingebracht: „Die Königliche Staatsregierung zu ersuchen, dem Abgeordnetenhaus eine Denkschrift vorzulegen über die Tätigkeit des Börsenkommissars, die Entwicklung des Börsenhandels und der Emissionen an den preußischen Börsen, und über die Emissionen ausländischer Werte an den preußischen Börsen und die Anlage deutscher Kapitalien im Auslande."

Es ist nicht das erste- und wahrscheinlich auch nicht das letztemal, daß versucht wird, die Notwendigkeit einer Einschränkung der deutschen Kapitalausfuhr nachzuweisen. Bei allen diesen Versuchen handelt es sich im wesentlichen um zwei schwierige Fragen. Fürs erste, festzustellen: wie hoch ist überhaupt die jährliche Kapitalausfuhr Deutschlands? Hier pflegt man sich auf die Ergebnisse der Emissionsstatistik zu stützen. Die zweite Frage ist: verträgt der deutsche Kapitalmarkt eine Belastung durch ausländische Anleihen in der durch die Statistik ausgewiesenen Höhe? Bei der Beantwortung dieser Frage bringt man die Ziffern der Emissionsstatistik in einen Kausalzusammenhang mit sonstigen statistischen Ergebnissen und hier werden zuweilen längst widerlegte Irrtümer zu neuem Leben erweckt. So auch gelegentlich dieses letzten Antrags. Wir sehen uns die Begründung durch den Abgeordneten Roesicke in ihrem statistischen Teil etwas näher an (Stenogr. Ber. S. 3662—82).

Die Veranlassung zu dem Antrag ist der dauernd hohe Zinssatz des Jahres 1913 und der niedere Kursstand unserer Staatsanleihen und Pfandbriefe. Der Hauptgrund dieser

Erscheinungen sei, daß sich Deutschland in viel zu umfangreicher Weise bei der Emission ausländischer Werte beteiligt habe. Um diesen Zusammenhang nachzuweisen, wurde zunächst das Jahr 1913 selbst herangezogen. Es seien an ausländischen Staatsanleihen 175 Mill. M. mehr an die Börse gekommen, als an inländischen. Der Abgeordnete Mommsen hat hier bereits darauf hingewiesen, daß nach der Schätzung des Deutschen Ökonomist der Verkauf dem Kurswert nach beträgt: an inländischen Fonds 765 Mill., an ausländischen 490 Mill. M., der Kapitalanspruch des Auslands also in dieser Effektengruppe hinter dem des Inlands weit zurückbleibt. Nach der Schätzung der Frankfurter Zeitung stellt sich das Verhältnis auf 810 : 559 Mill. M. Dabei ist noch zu beachten, daß der Bedarf für Staatszwecke in der Gesamtziffer des Auslands den Hauptanteil auszumachen pflegt. Im Jahr 1913 schätzt die Frankfurter Zeitung den gesamten Auslandsbedarf auf 661 Mill. M. (der Ökonomist auf 603 Mill.). Dem steht gegenüber der inländische Gesamtbedarf mit 1830 Mill. (nach dem Ökonomist 2035 Mill. M.) Kurswert. Neben diesen Zahlen für 1913 sucht Roesicke den Zusammenhang zwischen Kapitalausfuhr und teuren Zinssätzen noch an einer längeren Reihe von Jahren nachzuweisen.

„In den Jahren 1902 und 1903 war der Diskontsatz der Reichsbank 3,1—4 %. In den ganzen nächsten Jahren bis 1907 kamen dann sehr starke Belastungen des inländischen Marktes mit ausländischen Werten. Im Jahr 1905 stieg der Diskontsatz auch auf 4—5 %. Damals war nominal eins der höchsten Emissionsjahre, in dem 5 Milliarden an der Börse zugelassen wurden. In den nächstfolgenden Jahren 1906 und 1907 stieg der Diskont der Reichsbank auf 5—7½ %; es waren wieder Jahre, in denen nominal die Zulassung ausländischer Papiere an der Börse eine hohe Zahl erreicht hatte, allerdings kam dazu noch der amerikanische Bankkrach, der sehr bei uns einwirkte, weil er uns große Mittel entzog; es kam hinzu die italienische Rente, die allerdings mit einem hohen Satze als zugelassen aufgeführt, aber bei weitem nicht in dem Maße aufgenommen ist. Wir haben aber darauf hinzuweisen, daß, wenn diese Zahlen nur Nominalzahlen und die betreffenden Papiere nicht voll

aufgenommen sind, sie doch über dem Markte wie ein Damoklesschwert hingen. . . .

Man kann nun sagen: Diese Nominalwerte sind nicht alle aufgenommen, es ist nur ein Teil aufgenommen. Aber eine richtigere Statistik kann man auf keine Weise bekommen."

Die gleichen Zahlen werden weiter verwendet, um den Zusammenhang zwischen Reichsanleihekurs und Auslandsemission darzutun. 1908 und 1909 soll ein Rückgang der Aufnahme ausländischer Anleihen stattgefunden haben. Inwieweit sind die vorgebrachten statistischen Belege richtig? Ist der Einfluß der Kapitalausfuhr (Effekteneinfuhr) statistisch erweisbar?

Die Methode, mit der Zulassungsstatistik die Kapitalausfuhr abzumessen, hat bereits Freiherr von Gamp in der Bankenquete befolgt und es ist nicht zu verwundern, daß die so gewonnenen Ziffern „erschreckend" auf ihn und andere gewirkt haben. Aber nicht die Kapitalausfuhr ist es, was hier erschreckend wirkt, sondern die Methode, deren Höhe festzustellen. Bereits bei den Beratungen der Bankenquete hat Schinckel darauf aufmerksam gemacht, um wieviel die Zulassungsstatistik den Kapitalanspruch des Auslands zu hoch angibt. So sind z. B. von den für das Jahr 1905 von Roesicke aufgeführten 5 Milliarden Zulassungen $2^1/_2$ von vornherein abzuziehen[1]), weil nur ein ganz kleiner Teil davon in Deutschland verkauft worden ist. Wenn weiter von Roesicke angegeben wird, 1906 und 1907 seien wieder Jahre mit hoher Zulassungsziffer, so ist das Gegenteil davon richtig. Für 1907 sind allerdings im statistischen Jahrbuch von 1908 7 Milliarden ausländischer Zulassungen ausgewiesen. In den folgenden Jahrgängen des Jahrbuchs ist diese Summe dahin berichtigt, daß von diesen 7 Milliarden 6480 Millionen bloße Konversion darstellen (näheres siehe S. 57/58). Sie spielen für die Belastung des Marktes überhaupt keine Rolle und nach

[1]) 612 Mill. $\frac{1}{2}$ M. Japaner, die eine spezifisch englische Anleihe darstellen; nach Schinckel kam nur wenig davon nach Deutschland. 1680 Mill. M. Stammaktien der Pennsylvania Eisenbahn. Nur ein paar hunderttausend Stück in Deutschland verkauft; nach Schätzung des Ökonomist 20 Mill. M.

deren Abzug verbleiben 537 Mill. Neuzulassungen. Weniger wurde nur noch in einem Jahr, in 1900, zugelassen. Auch die Ziffer für 1906 ist, wenn wir die bloßen Konversionen usw. abziehen, mit 890 Mill. keine hohe; in sechs anderen Jahren haben wir eine höhere, in zweien eine gleiche Zulassungsziffer. Die für 1908 von den Vierteljahrsheften aufgeführten 745 Mill. sind um 199,8 Mill. (Buenos-Aires Provinz-Anleihe) zu kürzen. Sie stellen bloßen Tausch gegen bereits früher in Hamburg notierte Papiere dar und sind außerdem „in der ganzen Welt zerstreut". 112 Mill. Obligationen des Kreditvereins kleinerer Realitäten in Jütland sind zwar zugelassen, aber nur zum kleinsten Teil in Deutschland plaziert (vgl. Schinckel in der Bankenquete 1908; Verhandlungen zu Punkt VI, S. 4 u. 7). Kürzt man in dieser Weise die Zulassungsziffer für 1908, dann ist die Meinung Roesickes, 1908 und 1909 finde ein Rückgang der Zulassungen statt, wenigstens zur Hälfte richtig. Nach dem Effektenstempel und dem Ökonomist allerdings haben wir von 1907 bis 1909 einen Aufstieg. Wir sehen: die erste Frage, um die es sich bei dem Antrag Roesicke-Hahn handelt: wie hoch ist die Kapitalausfuhr? ist unzureichend beantwortet; die Summen sind um ein Mehrfaches zu hoch. Denn auch von den Beträgen, die nach Abzug der oben aufgeführten Posten verbleiben, ist noch lange nicht alles nach Deutschland gekommen. Für die Feststellung, wieviel das ausmacht, existiert zurzeit keine einwandfreie Statistik. Man muß sich begnügen mit den die Wirklichkeit jedenfalls weit mehr als die Zulassungsstatistik treffenden Ermittlungen der Frankfurter Zeitung und des Deutschen Ökonomist (vgl. darüber S. 58/59). Ich stelle in der folgenden Tabelle die Zahlen des Abgeordneten Roesicke, wie sie lauten müssen nach Abzug der Umwandlungen, zusammen mit denjenigen der Frankfurter Zeitung und des Deutschen Ökonomist (Spalte 5—7) und füge (nach Rießer, Großbanken) die jeweilige Konjunktur und den durchschnittlichen Privat- und Reichsbankdiskont bei (Spalte 1—4).

Die zweite Frage ist: verträgt der deutsche Kapitalmarkt die Belastung durch die Auslandsanleihen? Damit kommen wir zu der Behauptung Roesickes: der Diskontsatz und der Kursstand der Anleihen steige und falle mit dem Auf und Ab der Kapitalausfuhr des Effektenmarktes. Die Ermittlungen der

Konjunktur	Jahr	Durchschnittl. Privatdiskont in Berlin	Durchschnittl. Reichsbank-diskont	Zulassung abzüglich Konversionen. Nach den Vierteljahrsh. z. Stat. des D.R.	Schätzungen des Ökonomist Kurswert	Berechnungen aus dem Effektenstempel
		%	%	Millionen Mark Ausländische Wertpapiere		
1	2	3	4	5	6	7
Verstärkung der Aufwärtsbewegung	1896	3,04	3,66	—	568	946
	1897	3,09	3,81	875	632	557
	1898	3,55	4,27	1752	709	787
Hochkonjunktur	1899	4,45	5,04	858	233	547
Krisis	1900 1900	4,41	5,33	440	275	295
	1901	3,06	4,10	766	210	342
	1902	2,19	3,32	1474	453	1054
	1903	3,01	3,84	605	241	424
Erholung	1904	3,14	4,22	1119	232	583
	1905	2,85	3,82	4936	1108	828
	1906	4,04	5,15	890	220	333
Amerikan. Krisis Reichsbankdiskont 7½ %	1907	5,12	6,03	537	152	168
Beendigung der akuten Krisis in Amerika; Erholung	1908	3,52	4,75	545	228	238
Verstärkung der Geldflüssigkeit. Gegen Ende Besserung in einig. Industr.	1909	2,87	3,92	974	348	729
Fortschreitende Besserung	1910	3,54	4,35	2100	545	527

Emissionsstatistik, wenn auch die einzelnen Jahre, für sich genommen, zu hohe oder überhaupt unsichere Zahlen darstellen, können hier vielleicht immerhin diagraphisch verwertet werden; es ist möglich, daß die relative Höhe der Zahlen, d. h. der Verlauf der Schwankungen richtig angegeben wird und in diesem Sinne verwendet die Ziffern der Abgeordnete Roesicke. Wir bekommen eine statistische Kurve und nach den Ausführungen Roesickes müßten die Wellen der Kapitalausfuhr zusammenfallen mit denen, die ein Diagramm der Diskontsätze ausweist; ebenso müßten den Höhenpunkten der Kapitalausfuhr Tiefpunkte des Kursstandes der inländischen Staatsanleihen entsprechen. Aber es zeigt sich, daß das Gegenteil davon der Fall

ist, denn die Kurve der ausländischen Emissionen am deutschen Markt ist derjenigen des Diskontsatzes regelmäßig entgegengesetzt und zwar durchaus frappant. Der Erhöhung der Diskontkurve entspricht im gleichen Jahre jeweils ein Rückgang des ausländischen Kapitalanspruchs; umgekehrt, sobald Geldflüssigkeit eingetreten ist, macht sich dies auf dem Markt der Auslandswerte in einer erhöhten Kapitalnachfrage geltend. Das Ausland holt also oder bekommt im großen Durchschnitt sein Geld, wenn es am billigsten zu haben ist. Das bedeutet: der zeitliche Verlauf der Kapitalausfuhr paßt sich unseren Geldmarktverhältnissen so an, wie wir es vom volkswirtschaftlichen Standpunkt aus wünschen müssen. Sofern man keine Bedenken gegen diese Art der Verwendung der Emissionstatistik hat, ist damit erwiesen, daß die Ursachen der hohen Diskontsätze und niederen Kurse der festverzinslichen Werte nicht in der Kapitalausfuhr liegen können. Will man weiterhin die Effektenstatistik zur Erkenntnis dieser Ursachen heranziehen, dann läßt sich nur noch ein deutlicher Zusammenhang zwischen Diskont und Emissionen aufweisen, der ebenfalls andeutet, daß Roesicke mit seiner Begründung auf falscher Fährte ist: die inländische Aktienausgabe (vgl. die Zahlen Tab. I—IV) ergibt die gleiche Kurve, die auch der Diskontsatz aufzeichnet (Reichsbank- und Privatdiskont), nur daß die Umkehr in der Hochkonjunktur bei der Aktienkurve ein Jahr früher eintritt, diese also der kommenden Entwicklung ein Jahr vorauseilt[1]). Damit ist auf einen Zusammenhang hingewiesen, der viel wahrscheinlicher ist, als der zwischen Diskont und Kapitalausfuhr: auf die Tatsache, daß der Diskont im wesentlichen abhängig ist von der allgemeinen Entwicklung der Produktionsverhältnisse[2]).

Die Notwendigkeit der Kapitalausfuhr sucht der Abgeordnete Roesicke noch durch einen Vergleich mit Frankreich zu belegen. Dort sei das ganze Jahr 1913 der Diskont-

---

[1]) Erklärung s. z. B. Wilh. Vogel, Konjunkturkunde, Berlin 1913, S. 35.

[2]) Auch eine Kurve des Zuwachses des jährlichen Wechselumlaufs ergibt im ganzen den gleichen Verlauf wie die Diskontkurve (Zahlen s. z. B. bei Riesser, Großbanken, 4. Aufl., S. 246).

satz 4 %, der Kurs der Rente besser als der unserige gewesen. Allerdings schaffe Frankreich viel Kapital ins Ausland, es könne sich aber die Ausfuhr eher leisten als Deutschland.

Wenn man nach der Methode, die Roesicke für Deutschland befolgt hat, vorgehen wollte, so bekäme man z. B. für die Pariser Börse folgende Zulassungsziffern[1]):

1905	Zulassung	ausländischer	Werte	. .	2191 Mill. Fr.
1906	„	„	„	. .	2611 „ „
1907	„	„	„	. .	1220 „ „
1908	„	„	„	. .	1550 „ „
1909	„	„	„	. .	2394 „ „
1910	„	„	„	. .	4163 „ „

Roesicke hat diese Zahlen nicht verwendet zur Feststellung der französischen Kapitalausfuhr, und zwar mit Recht. Sie sind ebenso unzuverlässig und viel zu hoch zu diesem Zweck, wie die entsprechenden deutschen Zulassungsziffern, die Roesicke verwendet hat. Nach Henger (S. 89) ergibt sich aus den Erträgnissen der Couponsteuer, in Verbindung mit anderweitigen Ermittlungen für inländische und ausländische Staatspapiere, für den Durchschnitt der Jahre 1906—1910 ein französischer Wertpapierbesitz von insgesamt 110 Milliarden Fr.; davon sind 77 Milliarden inländische, 33 Milliarden ausländische Werte. Der Auslandsbesitz ist also jedenfalls enorm hoch.

Nun wendet Roesicke ein, daß sich Frankreich, im Gegensatz zu Deutschland, eine hohe Kapitalausfuhr leisten könne, und führt zur Erklärung folgendes an: das französische Nationalvermögen betrage 1908 schätzungsweise 229 Milliarden M.; die Hälfte davon seien Wertpapiere. Das deutsche Nationalvermögen betrage 1910 240 Milliarden M.; aber nur 70 Milliarden davon seien in Wertpapieren angelegt. Das ergebe, pro Kopf der Bevölkerung berechnet, daß sich in Frankreich viel mehr „liquides" Vermögen als bei uns in Deutschland in Händen des einzelnen befinde. Das aber wiederum heiße: wir müssen in Deutschland viel mehr zurückhalten in der Bedienung des Auslandsmarktes.

---

[1]) Nach dem Bulletin de statistique et de législation comparée, abgedruckt in Hans Henger, Die Kapitalanlage der Franzosen in Wertpapieren. Stuttgart-Berlin 1913, S. 88.

Zunächst möchte ich bezweifeln, ob man aus Schätzungen des Nationalvermögens und der Schätzung der Art seiner Anlage irgendwelche brauchbaren Direktiven für die internationale Anleihenpolitik ableiten kann. Gerade zu internationalen Vergleichen sind diese Zahlen besonders ungeeignet, weil zur Unsicherheit der Schätzung noch die Verschiedenheit der politischen und wirtschaftlichen Verhältnisse hinzutritt.

Davon abgesehen, ist die Folgerung Roesickes nicht schlüssig. Er identifiziert einfach „Liquidität" mit „Effektenform der Vermögen". Für die Hauptfrage, um die es sich handelt: Ob und in welchem Grade diese Effekten ausländische sein können, ergibt sich hieraus nichts. Zu einem Ergebnis kann man trotzdem kommen. Wenn man nämlich frägt: was heißt „Liquidität"? Effekten sind einzig und allein deshalb ein liquider Besitz, weil sie eine gewisse Garantie für leichte Verkäuflichkeit bieten. Und aus diesem Grund empfiehlt sich ein möglichst vielartiger Besitz Deutschlands an internationalen Werten. Bei irgendwelchen Schwierigkeiten des heimischen Marktes sind wir dann imstande, zur Milderung derselben fremde Märkte heranzuziehen durch Abstoßung unseres Besitzes an dort gehandelten Papieren. Eine Universalgarantie sind allerdings solche Papiere noch nicht; immerhin eine Reserve. Und das ist der eigentliche Grund, warum man an unseren heimischen Börsen den vollen Betrag internationaler Anleihen zuzulassen pflegt, der dann in seiner Höhe schon so oft zu statistischen Mißverständnissen geführt hat: nicht um diese Papiere ins Land hereinzuziehen, sondern um an den großen fremden Börsen ebenfalls die Zulassung des Gesamtbetrags einer Anleihe und damit die leichtere Verkäuflichkeit unseres eigenen Anteils im Bedarfsfall zu bewirken. Wenn der Abgeordnete Roesicke gemeint hat: in kritischen Zeiten gerade habe der Deutsche Ursache, seine Auslandswerte zu behalten, so kann dieser Fall ja vielleicht eintreten; es gibt aber eine Reihe Möglichkeiten und vor allem Fälle in der Vergangenheit, in denen uns und anderen Völkern ein solcher Reservefonds gegenüber dem Ausland von Nutzen gewesen ist. Im übrigen, wenn der Deutsche seine Papiere nach Ansicht Roesickes behält, dann hätte er konsequenterweise noch sagen müssen: die Zulassung der im Ausland aufgelegten Zeichnungsquoten in

Deutschland ist ohne Gefahr; denn der Ausländer behält dann seine Papiere in kritischen Zeiten auch und wir haben keine Invasion zu befürchten.

Der Vergleich mit Frankreich führt also zu dem Resultat, das man auch ohne diesen Umweg leicht gewinnt: wir brauchen fremde Werte[1]). Ganz bestreiten will das Roesicke allerdings nicht; doch möchte er bewiesen haben, daß wir zuviel davon kaufen. Diesen Beweis ist er schuldig geblieben. Vielleicht erwarten sich die Antragsteller diesen Beweis von der Statistik, die für Preußen aufgemacht werden soll; nur so kann man es verstehen, wenn bereits jetzt, bevor diese Statistik vorliegt, die etwaigen Ergebnisse antizipiert und eine „Zentralzulassungsstelle" verlangt wird, deren spezielle Aufgabe die Zulassung oder besser gesagt Nichtzulassung ausländischer Effekten sein soll. Angesichts dieser Tatsache und der ganzen Art der Beweisführung seien noch, zur Orientierung, worum es sich nach Ansicht mancher Kreise eigentlich bei diesem Antrag auf Anfertigung einer Statistik handelt, die Worte des Abgeordneten Mommsen beigefügt: „Man will versuchen, da man im Reiche damit nicht vorwärts kommt, über dieses Haus und die preußische Regierung hinweg etwas zu tun, um den vielgehaßten großen Banken am Zeuge zu flicken." Mit Recht hat auch Mommsen verlangt, wenn eine Statistik gemacht wird, sie nicht auf Preußen zu beschränken, sondern auf das ganze Reich auszudehnen.

---

[1]) Im übrigen vergl. zur Frage der ausländischen Zulassungen und der Kapitalausfuhr die S. 111 angegebene Literatur sowie die Erwiederung auf obigen Antrag seitens des Handelsministers Sydow und des Abgeordneten Mommsen.